



ΕΘΝΙΚΟ ΜΕΤΣΟΒΙΟ ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ
ΣΧΟΛΗ ΗΛΕΚΤΡΟΛΟΓΩΝ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΚΑΙ Μ/Υ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ
ΔΙΑΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΤΕΧΝΟ-ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ»



ΔΙΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟ – ΔΙΑΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΤΕΧΝΟ-ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ»

Η επίδραση της πανδημίας στην μερισματική πολιτική: Συγκριτική παρουσίαση

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Μιχαήλ, Σ. Ζερβακάκης

Επιβλέπων : Νικόλαος Ηρείωτης
Ευάγγελος Πούτος (Επικουρική Επίβλεψη)

Αθήνα, Φεβρουάριος Έτος 2024



ΕΘΝΙΚΟ ΜΕΤΣΟΒΙΟ ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ
ΣΧΟΛΗ ΗΛΕΚΤΡΟΛΟΓΩΝ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΚΑΙ Μ/Υ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ
ΔΙΑΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΤΕΧΝΟ-ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ»



Η επίδραση της πανδημίας στην μερισματική πολιτική: Συγκριτική παρουσίαση

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Μιχαήλ, Σ. Ζερβακάκης

Επιβλέπων : **Νικόλαος Ηρείωτης**
Ευάγγελος Πούτος (Επικουρική Επίβλεψη)

Εγκρίθηκε από την τριμελή εξεταστική επιτροπή την 16^η Φεβρουαρίου 2024.

Νικόλαος Ηρείωτης
Καθηγητής

Δημήτριος Ασκούνης
Καθηγητής

Ιωάννης Ψαρράς
Καθηγητής

Αθήνα, Φεβρουάριος 2024

.....
Μιχαήλ, Σ. Ζερβακάκης

Διπλωματούχος Ηλεκτρολόγος Μηχανικός και Μηχανικός Υπολογιστών Ε.Μ.Π.

Copyright © Μιχαήλ, Ζερβακάκης, 2024.

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα. Ερωτήματα που αφορούν τη χρήση της εργασίας για κερδοσκοπικό σκοπό πρέπει να απευθύνονται προς τον συγγραφέα.

Οι απόψεις και τα συμπεράσματα που περιέχονται σε αυτό το έγγραφο εκφράζουν τον συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Εθνικού Μετσόβιου Πολυτεχνείου.

Περίληψη

Η πανδημία του COVID-19 επηρέασε σημαντικά τη μερισματική πολιτική παγκοσμίως. Οι εταιρείες αντιμετώπισαν αυξημένη αβεβαιότητα λόγω των οικονομικών περιορισμών που επέφερε η πανδημία, με αποτέλεσμα να αναθεωρήσουν τις πολιτικές τους σχετικά με τη διανομή μερισμάτων. Πολλές εταιρείες αναγκάστηκαν να περιορίσουν ή να αναστείλουν την καταβολή μερισμάτων προκειμένου να διατηρήσουν τη ρευστότητα και να ανταπεξέλθουν στις οικονομικές προκλήσεις. Παράλληλα, ορισμένες εταιρείες εκμεταλλεύτηκαν την ευκαιρία για να επανεξετάσουν τη στρατηγική τους, επικεντρώνοντας σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις και καινοτομίες, με στόχο τη διατήρηση της ανταγωνιστικότητάς τους. Η πανδημία, επομένως, ανέδειξε τη σημασία της ευελιξίας και της προνοητικής διαχείρισης στον τομέα των μερισμάτων, δημιουργώντας νέες προκλήσεις και ευκαιρίες για τις επιχειρήσεις. Στην πτυχιακή μας εργασία, λαμβάνοντας υπόψιν κάποιες παραμέτρους βλέπουμε την επιρροή της πανδημίας σε διάφορους τομείς.

Λέξεις κλειδιά: Μερίσματα, Πολιτική Μερισμάτων, Πανδημία, Στρατηγική Μερισμάτων, Ακύρωση μερισμάτων.

Abstract

The COVID-19 pandemic has significantly impacted dividend policies globally. Companies faced increased uncertainty due to the economic constraints brought about by the pandemic, leading them to reconsider their dividend distribution policies. Many companies were forced to limit or suspend dividend payouts to maintain liquidity and overcome economic challenges. Concurrently, some companies seized the opportunity to reevaluate their strategy, focusing on long-term investments and innovation to preserve their competitiveness. The pandemic highlighted the importance of flexibility and proactive management in the dividend sector, presenting new challenges and opportunities for businesses. In our thesis we are taking into consideration specific factors and analysis the effect of it in all conditions.

Keywords: Dividend policies, pandemic, dividend distribution policies, dividend cancelation, dividend strategies.

Ευχαριστίες,

Σε αυτό το κομμάτι θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου Πούτο Ευάγγελο για την όλη βοήθεια και στήριξη του κατά την διάρκεια του μεταπτυχιακού.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω την γυναικά που με στηρίζει σε όλα τα βήματα μου και είναι πάντα δίπλα μου.

Πίνακας Περιεχομένων

Περίληψη	5
Abstract	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 Ορισμός μερισματικής πολιτικής – το μέρισμα και η επιχείρηση	10
1.2 Ο ρόλος της μερισματικής πολιτικής	11
1.3.1 Το εσωτερικό της επιχείρησης	13
1.3.2 Η αγορά στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση	13
1.3.3 Το φορολογικό και θεσμικό πλαίσιο στις διεθνείς αγορές	15
1.3.3.1 Φορολογία μερίσματος στην ελληνική αγορά.....	16
1.3.3.2 Προσδιορισμός ελάχιστου υποχρεωτικού μερίσματος.....	16
1.3.3.3 Θεσμικοί περιορισμοί	17
1.3.4 Οι προτιμήσεις των επενδυτών	17
1.3.5 Οι επιδιώξεις της διοίκησης της επιχείρησης.....	19
1.4 Η απόδοση των κερδών της επιχείρησης στους μετόχους	20
1.4.1 Το μέγεθος του μερίσματος.....	21
1.4.2 Οι τύποι και οι μορφές μερίσματος.....	23
1.5.1 Υποδείγματα αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης με την χρήση μερισμάτων.....	27
1.5.2 Η μερισματική πολιτική και η υπολειμματική θεωρία (Residual Theory of Dividends).....	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 Θεωρητικές και εμπειρικές προσεγγίσεις μερισματικής πολιτικής	33
2.1 Εισαγωγή	33
2.2 Η Αξία μετοχής και το μέρισμα – Υπόθεση {H₁}	34
2.2.1 Το μέρισμα επηρεάζει θετικά την τιμή της μετοχής.....	36
2.2.2 Το μέρισμα επηρεάζει αρνητικά την τιμή της μετοχής	37
2.2.3 Το μέρισμα δεν επηρεάζει την τιμή της μετοχής.....	39
2.3 Υποδείγματα μερισματικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων και οι προσδιοριστικοί παράγοντες του ύψους του μερίσματος – Υπόθεση {H₂}	40
2.4 Κόστος Αντιπροσώπευσης και Μερισματική Πολιτική – Υπόθεση {H₃}	44
2.5 Ασύμμετρη Πληροφόρηση, Σηματοδότηση και Μερισματική Πολιτική – Υπόθεση {H₄}	45
2.6 Φορολογία και Μερισματική Πολιτική – Υπόθεση {H₅}	53
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 Συμπεράσματα για την μερισματική Πολιτική βασιζόμενη σε υπάρχουσες μελέτες	55
3.0 Συμπεράσματα της εμπειρική έρευνα των R.Louzir, K.Oubal για την Καζαμπλάνκα.....	55
3.1 Συμπεράσματα της εμπειρική έρευνα των Z.Boumilik, B.Ouljadj, O.Colot για το Μαρόκο.	60
3.2 Συμπεράσματα της εμπειρική έρευνα των M.Qiu και Z.Li για την Νέα Ζηλανδία.	64
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 Παρουσίαση αποτελεσμάτων	72
4.0 Τα αποτελέσματα της εμπειρική έρευνα των R.Louzir, K.Oubal για την Καζαμπλάνκα....	72
4.1 Τα αποτελέσματα της εμπειρική έρευνα των Z.Boumilik, B.Ouljadj, O.Colot για το Μαρόκο.	77
4.2 Τα αποτελέσματα της εμπειρική έρευνα των M.Qiu και Z.Li για την Νέα Ζηλανδία.	82
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 Προτάσεις για μελλοντικές μελέτες	83

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 Βιβλιογραφία.....	85
Figure 1 – Μερίσματα με αύξηση κερδών.....	30
Figure 2 – Μερίσματα και απόδοση μερισμάτων.....	33
Figure 3- Η Οριακή Μεταβολή της τιμής από μια Αύξηση του Μερίσματος.....	35
Figure 4 – Ανάλυση των μερισμάτων μεταξύ 2015 με 2021.....	78
Table 1 – Μεταβλητές και η επιρροή τους σε σχέση με της εξαρτημένες μεταβλητές.....	73
Table 2 – Πίνακας αποτελεσμάτων για την κατανομή μερισμάτων βάση μεταβλητών.....	81
Table 3 – Λίστα γεγονότων ακυρώσεων μερισμάτων.....	82

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 Ορισμός μερισματικής πολιτικής – το μέρισμα και η επιχείρηση

1.1 Ορισμός μερισματικής πολιτικής

Η μελέτη της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων έχει αποτελέσει αντικείμενο πολλαπλών έρευνών, τόσο πειραματικών όσο και θεωρητικών. Το ενδιαφέρον γύρω από το θέμα αυτό αυξήθηκε σημαντικά κατά τη δεκαετία του 1950 - 1960, όταν ο Lintner (1956) παρουσίασε την έρευνά του, περιγράφοντας τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Ο Lintner παρουσίασε τους παράγοντες που καθορίζουν αυτήν την πολιτική και ανέπτυξε το διάσημο υπόδειγμα μερικής προσαρμογής, γνωστό και ως "υπόδειγμα μερισματικής πολιτικής."

Στη συνέχεια, οι Miller και Modigliani (1961) διατύπωσαν τη θεωρία της μη σχετικότητας της μερισματικής πολιτικής, η οποία υποστηρίζει ότι, υπό συγκεκριμένες υποθέσεις για τη λειτουργία των αγορών, η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης.

Σε αντίθεση με τις θέσεις των Miller και Modigliani, πολλές έρευνες, τόσο πειραματικές όσο και θεωρητικές, υποστηρίζουν ότι το μέρισμα όχι μόνο επηρεάζει την αξία της επιχείρησης, αλλά αποτελεί επίσης μέσο πληροφόρησης της αγοράς και σημείο σύγκρουσης μεταξύ μετόχων, διοίκησης και εξωτερικών φορέων της επιχείρησης.

Οι αναζητήσεις αυτές, είτε πρόκειται για εμπειρικές είτε για θεωρητικές, βασίστηκαν σε διάφορες υποθέσεις και διακηρύξεις σχετικά με τη μερισματική πολιτική. Ένα βασικό ερώτημα που προκύπτει είναι πώς ορίζεται η μερισματική πολιτική και τι εννοούμε ακριβώς υπό τον όρο "Μερισματική Πολιτική";

Σύμφωνα με τους Lease et al. ("Μερισματική Πολιτική: ο επιδραστικός της ρόλος στην αξία της επιχείρησης", 2000), η μερισματική πολιτική περιγράφεται ως "η πολιτική διανομής των κερδών, που ακολουθείται από τη διοίκηση της επιχείρησης, με στόχο τον καθορισμό του μεγέθους, του τύπου, της μορφής και του τρόπου απόδοσης του μερίσματος στους μετόχους κατά τη διάρκεια του χρόνου".

1.2 Ο ρόλος της μερισματικής πολιτικής

Η οικονομική διοίκηση των επιχειρήσεων ασχολείται κυρίως με τρία βασικά είδη αποφάσεων, τα οποία είναι σημαντικά για την αποτελεσματική λειτουργία της επιχείρησης. Η πρώτη απόφαση επικεντρώνεται στην επιλογή του καταλληλότερου επενδυτικού προγράμματος, σύμφωνα με τους στόχους της επιχείρησης. Η δεύτερη απόφαση αφορά τον κατάλληλο τρόπο χρηματοδότησης αυτού του προγράμματος. Τέλος, η τρίτη απόφαση αναφέρεται στη διαχείριση των κερδών που προκύπτουν από αυτές τις επενδύσεις, προκειμένου να εξυπηρετηθούν οι αρχικοί στόχοι.

Η μερισματική πολιτική ασχολείται με την τελευταία αυτή απόφαση και αποτελεί το θέμα έρευνας στην παρούσα διατριβή. Η διατριβή προσεγγίζει το πρόβλημα τόσο από την οικονομική πλευρά, παρουσιάζοντας και αναλύοντας τις απόψεις των διοικήσεων των επιχειρήσεων, όσο και από τη λογιστική πλευρά. Αυτό περιλαμβάνει την ανάλυση των λογαριασμών που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για την καταγραφή και διαχείριση των εσόδων και εξόδων, περιλαμβανομένων των κερδών που διατίθενται μέσω μερισμάτων, αφαιρώντας διάφορα αποθεματικά.

Εντός του πλαισίου της μερισματικής πολιτικής, η διοίκηση της επιχείρησης κληθεί να λάβει αποφάσεις που σχετίζονται με τον βέλτιστο τρόπο αξιοποίησης των καθαρών εσόδων της (ή πιο ακριβώς, των καθαρών κερδών της). Απευθυνόμαστε σε μια εναλλακτική διατύπωση, εκφράζοντας την ανάγκη για τη λήψη αποφάσεων από την επιχείρηση σχετικά με τον πιο αποτελεσματικό τρόπο αξιοποίησης των καθαρών κερδών που προέκυψαν από τις επενδύσεις που ανέλαβε, όπως περιγράφουν οι Βασιλείου και Ηρειώτης (2008).

Τα κέρδη της επιχείρησης αντιπροσωπεύουν την αποζημίωση των μετόχων για το κεφάλαιο που παρείχαν και τον κίνδυνο που ανέλαβαν κατά τη δημιουργία της επένδυσής τους. Ωστόσο, τα κέρδη που διανέμονται στους μετόχους, είτε ως μέρισμα είτε ως αύξηση της αξίας του κεφαλαίου, δεν αντιστοιχούν στο σύνολο των καθαρών κερδών που παράγει η επιχείρηση. Σύμφωνα με τον ανάλυση που παρουσιάζεται στην παρούσα διατριβή, ένα σημαντικό ποσοστό των κερδών χρησιμοποιείται και δεν διανέμεται ως μέρισμα. Αυτή η κατανομή καθορίζεται από τους νόμους του κράτους όπου λειτουργεί η επιχείρηση, και παρουσιάζεται μέσα από τους λογαριασμούς της, όπως οι πρωτοβάθμιοι και δευτεροβάθμιοι λογαριασμοί της ομάδας 6 του Ελληνικού Γενικού Λογιστικού Σχεδίου (π.χ. Λογαριασμός 63 για Φόρους και Τέλη, Λογαριασμός 66 για Αποσβέσεις Παγίων

Στοιχείων Ενσωματωμένες στο Λειτουργικό Κόστος, και Λογαριασμός 54.07 για Φόρο Εισοδήματος Φορολογητέων Εσόδων κ.λπ.), είτε από το καταστατικό της και τις αποφάσεις της γενικής συνέλευσης των μετόχων (για την ελληνική αγορά, παραδείγματος χάριν, Λογαριασμός 41.03 για Αποθέματα Καταστατικού, και Λογαριασμός 53.08 για Αμοιβές από ποσοστά μελών διοικητικού συμβουλίου κ.λπ.).

Μετά τη δέσμευση αυτών των κεφαλαίων, η επιχείρηση αντιμετωπίζει την ανάγκη να λάβει μια σημαντική απόφαση, σχετικά με το ποσοστό των κερδών που θα κατανείμει ως μέρισμα και το ποσοστό που θα διατηρήσει με σκοπό να χρηματοδοτήσει εν μέρει ή πλήρως τις νέες επενδύσεις της (π.χ. μέσω των λογαριασμών 41.04 και 41.05 για Ειδικά και Έκτακτα Αποθεματικά). Έτσι, η μερισματική πολιτική επηρεάζει τα μελλοντικά επενδυτικά προγράμματα της επιχείρησης, την αποτελεσματικότητά τους και τη θέση της στις χρηματοοικονομικές αγορές και στις πηγές χρηματοδότησης. Κατ' επέκταση, η μερισματική πολιτική διαμορφώνει την κεφαλαιακή δομή και τις επενδύσεις της επιχείρησης.

1.3 Οι παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική

Προτού εξετάσουμε την απόδοση των μερισμάτων στους δικαιούχους και παρουσιάσουμε τις βασικές επιλογές της μερισματικής πολιτικής, απαιτείται να διερευνήσουμε τους κύριους παράγοντες που διαμορφώνουν μια συγκεκριμένη μερισματική πολιτική εταιρίας (Emery, D.R., and J.D. Finnerty, 1997). Αυτοί περιλαμβάνουν:

- Το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης.
- Η αγορά στην οποία ενεργεί η επιχείρηση.
- Το θεσμικό πλαίσιο.
- Οι προτιμήσεις των επενδυτών.
- Οι στόχοι της διοίκησης.

Στη συνέχεια του κειμένου αναλύονται οι παραπάνω παράγοντες, το οποίο αποτελεί το κυρίαρχο τμήμα της παρούσας διδακτορικής διατριβής και αντιπροσωπεύει τις Υποθέσεις {H1, ..., H5} της δικής μας ανάλυσης. Έτσι, σε κάθε μια από αυτές, συσχετίζουμε ένα σύνολο σχετικών ερωτήσεων που συνοδεύουν το κείμενο.

1.3.1 Το εσωτερικό της επιχείρησης

Ένας από τους κύριους παράγοντες που καθορίζουν τη μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης είναι οι συνθήκες που επικρατούν εντός της ίδιας της επιχείρησης.

Η απόφαση για τη διανομή μερίσματος στους μετόχους συνδέεται άμεσα με τις τρέχουσες και τις προγραμματισμένες ταμειακές ανάγκες της επιχείρησης. Συνεπώς, σε πολλές περιπτώσεις, επιχειρήσεις με μικρά κέρδη και προβλήματα οργάνωσης της παραγωγής ενδέχεται να επιλέξουν ένα χαμηλό ή μηδενικό μέρισμα και να χρησιμοποιήσουν τα κέρδη όχι για μέρισμα, αλλά για να αντιμετωπίσουν εσωτερικά προβλήματα που έχουν προκύψει (Lease et. al, 2000).

Μια ανάλογη επιλογή μπορεί να γίνει και από άλλες επιχειρήσεις, όπως, για παράδειγμα, εκείνες που δραστηριοποιούνται στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας και επιθυμούν να χρησιμοποιήσουν τα κέρδη τους για τη χρηματοδότηση μεγάλων επενδύσεων με υψηλές αναμενόμενες αποδόσεις. Ο Lintner, το 1956, επισημαίνει ότι σε πολλές περιπτώσεις η καταβολή μερίσματος αποτελεί τον πρωταρχικό παράγοντα απόφασης για τη λειτουργία της επιχείρησης, παίζοντας σημαντικό ρόλο που επηρεάζει όλες τις αποφάσεις της.

1.3.2 Η αγορά στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση

Η αγορά, ή μπορούμε να πούμε το ευρύτερο περιβάλλον όπου λειτουργεί η εταιρία, ασκεί καίριο ρόλο στη λήψη αποφάσεων σχετικά με τη μερισματική πολιτική. Το ευρύτερο περιβάλλον περιλαμβάνει τις οικονομικές συνθήκες και το γενικότερο πολιτικοοικονομικό πλαίσιο της χώρας όπου δραστηριοποιείται η εταιρία, καθώς και τις συνθήκες που χαρακτηρίζουν τον κλάδο που ανήκει.

Σύμφωνα με τους Miller και Rock (1985), υπάρχει διαφορά στη μερισματική πολιτική μεταξύ επιχειρήσεων με αποτελεσματικά επενδυτικά προγράμματα και αυτών που δεν διαθέτουν, με τις λιγότερο αποτελεσματικές επενδύσεις να αποκλείουν τη δυνατότητα ανταγωνισμού σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις του κλάδου που βλέπουν τις αξίες τους να αυξάνονται. Το ευρύτερο περιβάλλον, όπου δραστηριοποιείται η εταιρία, θέτει ζητήματα που πρέπει να ληφθούν υπόψη, είτε αφορούν την εταιρία ίδια είτε την επίδραση που μπορεί να έχουν στους επενδυτές. Για παράδειγμα, οι Beker, Farrelly και Edelman (1985) επισημαίνουν τον ρόλο του

κλάδου των επιχειρήσεων ως κρίσιμο παράγοντα που λαμβάνεται υπόψη από τις διοικήσεις κατά τον καθορισμό της μερισματικής τους πολιτικής.

Όσον αφορά την ίδια την εταιρία, οι συνθήκες της αγοράς και του κλάδου καθορίζουν το πλαίσιο εντός του οποίου θα διαμορφωθεί η μερισματική πολιτική της. Ειδικότερα, η επιχείρηση πρέπει να λάβει υπόψη τις διαθέσιμες επενδυτικές ευκαιρίες, τον ρυθμό ανάπτυξης του κλάδου, τη θέση των ανταγωνιστών, τα επιτόκια δανεισμού από τις τράπεζες, κ.λπ. Οι επενδυτικές ευκαιρίες που προσφέρονται στην επιχείρηση επηρεάζουν τα τρέχοντα κέρδη της και το ποσοστό παρακρατηθέντων κερδών που θα διατηρηθεί για μελλοντικές επενδύσεις, καθώς επίσης επηρεάζουν σημαντικά τις αποφάσεις για τη μερισματική πολιτική. Επιπλέον, αν η εταιρία είναι ενεργή σε έναν αναπτυσσόμενο κλάδο, είναι πιθανό να επιδιώκει υψηλότερη παρακράτηση κερδών αντί για τη διανομή τους ως μερίσματα, με σκοπό τη διευκόλυνση της χρηματοδότησης νέων επενδύσεών της. Οι Baker, Farrelly και Edelman (1985) αναδεικνύουν τη σημασία του κλάδου στην έρευνά τους.

Όσον αφορά την αγορά, σύμφωνα με τους Baker και Powell (1999), παρατηρείται εμπειρικά ότι η μεταβολή του οικονομικού και ανταγωνιστικού περιβάλλοντος των εταιριών διαδραματίζει έναν καθοριστικό ρόλο στη μερισματική πολιτική. Ο τρόπος λειτουργίας της αγοράς και οι συνθήκες αυτής επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις των επενδυτών, επιδρώντας κατά συνέπεια στη μερισματική πολιτική της επιχείρησης (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008). Συγκεκριμένα, τα επιτόκια αναδεικνύονται ως καθοριστικός παράγοντας, καθώς οι επενδυτές ενδέχεται να προτιμούν επενδύσεις σε μετοχές εταιρειών με υψηλότερη μερισματική απόδοση σε σχέση με το επιτόκιο που προσφέρουν, όπως είναι τα επιτόκια αποταμιεύσεων των τραπεζών (Ξανθάκης και Αλεξάκης, 2006). Επιπλέον, το φορολογικό σύστημα ενός κράτους επηρεάζει τις επιλογές των επενδυτών μεταξύ επενδύσεων σε μετοχές με μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη από την πώληση μετοχών. Εάν η φορολογία επιβαρύνει λιγότερο τα κεφαλαιακά κέρδη από την πώληση μετοχών σε σύγκριση με τα μερίσματα, τότε οι μέτοχοι μπορεί να προτιμούν μετοχές που επανεπενδύουν μεγάλο μέρος των κερδών τους και δεν ενδιαφέρονται τόσο για την καταβολή μερισμάτων. Ένα παράδειγμα είναι η περίπτωση των Miller – Modigliani (1961), οι οποίοι, σε ένα από τα θεμελιώδη άρθρα της μερισματικής πολιτικής, λαμβάνουν υπόψη διάφορες υποθέσεις που αφορούν τη λειτουργία της αγοράς, όπως η παρουσία ή η απουσία αβεβαιότητας, η φορολογία και οι ατέλειες των αγορών.

Είναι, λοιπόν, εμφανές ότι η αγορά, στην οποία λειτουργεί η εταιρία, επηρεάζει διπλά την απόφαση της εταιρίας σχετικά με τη μερισματική πολιτική που θα υιοθετήσει, τόσο από την πλευρά της εταιρίας όσο και από την άποψη των επενδυτών.

1.3.3 Το φορολογικό και θεσμικό πλαίσιο στις διεθνείς αγορές

Στον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής, ένας κρίσιμος παράγοντας είναι το θεσμικό πλαίσιο, που αναγκάζει την εταιρία να συμμορφώνεται με συγκεκριμένους κανόνες και περιορισμούς. Το εν λόγω πλαίσιο αναλύεται εκτενώς στα παρακάτω κεφάλαια, όπου περιγράφεται λεπτομερώς η λογιστική διαδικασία που οδηγεί στα καθαρά κέρδη, τα έσοδα, τα έξοδα και τον φορολογικό φορτίο που επιβάλλεται σε αυτά. Αυτό το διαδικτυακό καταγράφηκε με έμφαση στις ελληνικές επιχειρήσεις.

Σε ό,τι αφορά τη φορολογία του μερίσματος, παρατηρείται ότι υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών. Για παράδειγμα, στις Ηνωμένες Πολιτείες, η φορολογία των μερισμάτων, όπως προβλέπεται από τον νόμο "Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003", διαφοροποιείται ανάλογα με το εισόδημα, κυμαίνοντας από 15% για τον πληθυσμό μεγαλύτερου εισοδήματος έως 5% για τον πληθυσμό χαμηλού εισοδήματος. Οι χρονικοί περιορισμοί της ισχύος αυτής της φορολογικής ρύθμισης προσδιορίζονται από νόμους όπως ο "Tax Increase Prevention and Reconciliation Act of 2005".

Στον Καναδά, ο φόρος επί των μερισμάτων ποικίλλει ανάλογα με τη φορολογική κλίμακα και τις ειδικές διατάξεις κάθε περιοχής, κυμαίνονται δηλαδή από 3% έως 30%. Στη Μεγάλη Βρετανία, οι φορολογικές ρυθμίσεις για τα μερίσματα διαφοροποιούνται ανάλογα με την κλίμακα εισοδήματος, με όσους ανήκουν στη βασική φορολογική κλίμακα να μην υποχρεούνται σε φορολόγηση των μερισμάτων τους, ενώ οι υψηλότερες κλίμακες φορολογούνται με ποσοστό 22,5%. Στην Ιταλία, ο φόρος επί των μερισμάτων ανέρχεται στο 12,5%, στο Hong Kong τα μερίσματα δεν υπόκεινται σε φορολόγηση, ενώ στο Βέλγιο ο φόρος φτάνει το 25%. Επιπλέον, στην Τσεχία, το ποσοστό φορολόγησης είναι 15%, στη Βουλγαρία 5%, στη Ρουμανία 16%, στην Τουρκία 15%, στο Ιράν δεν υπάρχει φορολόγηση για τα μερίσματα, ενώ στην Πολωνία φτάνει το 19%.

Στη συνέχεια, παρουσιάζεται το θεσμικό πλαίσιο σχετικά με τη μερισματική πολιτική στη χώρα, με ιδιαίτερη επισήμανση της σχέσης του με τις πρακτικές μερισματικής πολιτικής που ακολουθούν οι ελληνικές επιχειρήσεις.

1.3.3.1 Φορολογία μερίσματος στην ελληνική αγορά

Στα μερίσματα δεν υπάρχει παρακράτηση φόρου, καθώς θεωρείται ότι με την εξόφληση του φόρου εισοδήματος από την εταιρία, η φορολογική υποχρέωση για τα μερίσματα έχει εξαντληθεί (βάσει άρθρου 15, παρ. 1, Ν.Δ. 3843/1958 όπως κωδικοποιήθηκε με το άρθρο 114, παρ. 1 του Ν. 2238/1994). Άρα, τα νομικά πρόσωπα, όπως οι ανώνυμες εταιρίες, οι εταιρίες περιορισμένης ευθύνης (ΕΠΕ) και οι προσωπικές εταιρίες, κατά τη διανομή κερδών, δεν εφαρμόζουν παρακράτηση φόρου, καθώς τα εισοδήματα αυτά φορολογούνται στο όνομα του νομικού προσώπου.

Επιπλέον, η εξόφληση των μερισμάτων είναι απαλλαγμένη από τα τέλη χαρτοσήμου (βάσει άρθρου 11, παρ. 4 στ', Α.Ν. 148/1967). Το 1992, με το νόμο 2065/1992, θεσπίστηκε ενιαία φορολογία για όλα τα νομικά πρόσωπα, με ενιαίο συντελεστή που αρχικά καθορίστηκε στο 35% επί των συνολικών φορολογητέων κερδών των επιχειρήσεων αυτών και έχει μειωθεί σταδιακά στις εποχές μας.

1.3.3.2 Προσδιορισμός ελάχιστου υποχρεωτικού μερίσματος

Η ανώνυμη εταιρία έχει υποχρέωση να πραγματοποιήσει τη διανομή προς τους μετόχους της του υψηλότερου από τα παρακάτω ποσά:

Σύμφωνα με το άρθρο 45 (παρ. 2, εδάφιο β') του Ν. 2190/1920, το 6% του καταβεβλημένου κεφαλαίου.

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του Α.Ν. 148/1967, όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 1 του Ν. 876/1979, το 35% του καθαρού κέρδους χρήσεως μειωμένο κατά το υπόλοιπο ζημιών προηγούμενων χρήσεων, κατά τους φόρους και το τακτικό αποθεματικό. Το τακτικό αποθεματικό καθορίζεται ως το 5% των καθαρών κερδών, ενώ η υποχρέωση για την κράτησή του λήγει μόλις το σχηματισθέν αποθεματικό φτάσει το 1/3 του μετοχικού κεφαλαίου.

Εάν η γενική συνέλευση, με πλειοψηφία τουλάχιστον 70% του καταβεβλημένου κεφαλαίου, αποφασίσει, μπορεί να προχωρήσει στη διανομή του μικρότερου από τα δύο ποσά, σύμφωνα με τον παράγραφο 3 του άρθρου 3 του Α.Ν. 148/1967, όπως τροποποιήθηκε από το Ν. 2753/1999. Σύμφωνα επίσης με το άρθρο 44α, παράγραφο 2 του Ν. 2190/1920, οι διανεμηθέντες μερισματικοί πόροι πρέπει να καταβληθούν στους μετόχους εντός διαστήματος δύο μηνών από την απόφαση της τακτικής γενικής συνέλευσης, η οποία έχει εγκρίνει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

1.3.3.3 Θεσμικοί περιορισμοί

Η υποχρεωτική καταβολή μερισμάτων εξαρτάται από την ικανοποίηση των παρακάτω δύο προϋποθέσεων:

- Εταιρίες απαγορεύεται να διανέμουν κέρδη από την τρέχουσα ή προηγούμενες χρήσεις στους μετόχους, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου κ.ά., όταν το αναπόσβεστο υπόλοιπο των "εξόδων πολυετούς απόσβεσης" δεν καλύπτεται από προαιρετικά αποθεματικά και τα υπόλοιπα κέρδη που εισπράττονται εις νέον (βάσει του άρθρου 43 του Ν. 2190/1920).
- Το μέγιστο ποσό των κερδών που μπορεί να διανεμηθεί στους μετόχους, σύμφωνα με την παράγραφο 2 του άρθρου 44α του Ν. 2190/1920, αντιστοιχεί στα αποτελέσματα της τελευταίας χρήσης, αυξημένα με τα κέρδη από προηγούμενες χρήσεις και τα αποθεματικά, για τα οποία η γενική συνέλευση έχει εγκρίνει τη διανομή τους. Αυτό το ποσό μειώνεται κατά τα ποσά των ζημιών προηγούμενων χρήσεων και τα ποσά που προβλέπεται να διατεθούν για το σχηματισμό αποθεματικών, σύμφωνα με τον νόμο και το καταστατικό της εταιρίας.

1.3.4 Οι προτιμήσεις των επενδυτών

Η επιρροή της μερισματικής πολιτικής της εταιρίας συνδέεται σημαντικά με τις προτιμήσεις των επενδυτών της, όπως προκύπτει από διάφορες έρευνες. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές, ενδέχεται να εκφράζουν διάφορες προτιμήσεις όσον αφορά τη λήψη μερισμάτων, καθώς ορισμένοι ενδιαφέρονται να λαμβάνουν χαμηλά

μερίσματα επικεντρωμένα στο παρόν, ενώ άλλοι προτιμούν ένα σταθερό μέρισμα για να διασφαλίσουν την οικονομική τους σταθερότητα. Σύμφωνα με την έρευνα των Pike και Neale (1993), πολλοί επενδυτές επιδιώκουν ένα εγγυημένο και συνεχές εισόδημα από τα μερίσματα. Επομένως, αντιδρούν διαφορετικά σε οποιαδήποτε αλλαγή στη μερισματική πολιτική της εταιρίας, ακόμη και αν αυτή συνίσταται σε μείωση των μερισμάτων λόγω επενδύσεων σε έργα που αναμένεται να αυξήσουν τα μελλοντικά κέρδη και, ως εκ τούτου, τα μελλοντικά μερίσματα προς τους μετόχους.

Η αντίδραση αυτή των μετόχων, οι οποίοι επιθυμούν σταθερό εισόδημα μέσω μερισμάτων, οφείλεται, εκτός από τη μείωση του εισοδήματός τους, και στο κόστος που θα πρέπει να αντιμετωπίσουν για να προσαρμόσουν το χαρτοφυλάκιό τους στη νέα μερισματική πολιτική (κόστη αγοραπωλησιών στο χρηματιστήριο, αμοιβές χρηματιστηριακών συμβούλων κ.ά.). Επιπλέον, οι προτιμήσεις των επενδυτών έχουν σημαντικό ρόλο ως προς το αν επιθυμούν άμεσα έσοδα από μερίσματα ή επιλέγουν να δημιουργήσουν μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη. Η επιλογή του επενδυτή μεταξύ των δύο είναι συνάρτηση της ωφέλειάς του, τόσο της σημερινής όσο και της μελλοντικής, επηρεαζόμενη τόσο από τις ιδιαίτερες ανάγκες του όσο και από εξωτερικούς παράγοντες, όπως η φορολογική νομοθεσία και ο κίνδυνος που συνδέεται με τα κεφαλαιακά κέρδη σε σύγκριση με τα μερίσματα. Με τον όρο "κεφαλαιακά κέρδη" εννοείται η αγοροπωλησία αξιογράφων που φέρουν κίνδυνο, τόσο επενδυτικό όσο και εταιρικό, σε αντίθεση με τον ανύπαρκτο κίνδυνο των μερισμάτων που λαμβάνονται άμεσα.

Η πρόβλεψη της αντίδρασης της αγοράς στην ανακοίνωση της μερισματικής πολιτικής αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για την εταιρία, καθώς η αξία των μετοχών της διαμορφώνεται στην αγορά. Σύμφωνα με τον John Lintner (1956), οι μέτοχοι συνήθως προτιμούν σταθερά ή αυξανόμενα μερίσματα σε σύγκριση με μια μεταβαλλόμενη ή μειούμενη πολιτική. Η έρευνά του υποστηρίζει ότι οι υπεύθυνοι για τη μερισματική πολιτική αποφεύγουν τη μείωση των μερισμάτων ανά μετοχή, ακόμα και σε περίοδο μειωμένων κερδών. Επιπλέον, οι επενδυτές προτιμούν πολιτική μερισμάτων που προσφέρει σταθερές ή αυξητικές πληρωμές, μειώνοντας έτσι την αβεβαιότητα και αυξάνοντας τον πλούτο τους μέσω της αύξησης της τιμής των μετοχών στην αγορά. Τέλος, οι Lang και Litzenberger (1989) εντοπίζουν διαφορές στις προτιμήσεις των μετόχων ανάλογα με τον αντιλαμβανόμενο κίνδυνο

των κεφαλαίων τους, με μεγαλύτερο κίνδυνο να αντιστοιχεί σε υψηλότερη μερισματική απόδοση.

Ένας παράγοντας που επηρεάζει τις προτιμήσεις των μετόχων και λαμβάνεται υπόψη τόσο από τους επενδυτές, όσο και από την ίδια τη διοίκηση της επιχείρησης, είναι το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων. Στο άρθρο του ο Bhattacharya (2008) αναπτύσσει το υπόδειγμά του, στο οποίο οι διοικήσεις των επιχειρήσεων σηματοδοτούν την ποιότητα των επενδυτικών προγραμμάτων που έχουν αναλάβει οι επιχειρήσεις που διοικούν χρησιμοποιώντας το μέρισμα. Οι Emery και Fiherty (1997), αναφέρονται στην περίπτωση όπου έχουμε μειώσεις (αυξήσεις) στο μέρισμα, αυτές μπορεί να εκληφθούν από τους μετόχους ως ένδειξη – πληροφόρηση για δυσμενείς (ευνοϊκές) συνθήκες στην εταιρία και συνεπώς να οδηγηθούν αυτοί σε ρευστοποίηση (αγορά) των μετοχών της εταιρίας, με αποτέλεσμα να μειωθεί (αυξηθεί) η τιμή της μετοχής. Σε κάθε περίπτωση, η μεταβολή στα μερίσματα και η συνακόλουθη πληροφόρηση, όπως αυτή εκλαμβάνεται από τους μετόχους, επιφέρει αντίστοιχες μεταβολές στην τιμή της μετοχής στην αγορά. Για το λόγο αυτό οι εταιρίες, ακόμα και σε περιόδους ζημιών, φροντίζουν να διανείμουν μέρισμα στους μετόχους ως ένδειξη, ότι οι απώλειες είναι προσωρινές και αναστρέψιμες.

1.3.5 Οι επιδιώξεις της διοίκησης της επιχείρησης

Ένας ακόμη σημαντικός παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει την πολιτική κατανομής μερισμάτων μιας εταιρίας είναι οι στόχοι που καθορίζει η διοίκησή της, σύμφωνα με τη μελέτη των Pike και Neale (1993). Ανεξάρτητα από άλλους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις για τα μερίσματα, η διοίκηση ενδέχεται να επιδιώκει μια συγκεκριμένη πολιτική ως προς τα μερίσματα της εταιρίας. Αυτό μπορεί να είναι αποτέλεσμα διάφορων κινήτρων, όπως η συγκέντρωση κεφαλαίων για εξαγορές, η αύξηση των ελεύθερων κεφαλαίων για επενδύσεις με θετική απόδοση, η βελτίωση της ρευστότητας για αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας κ.λπ. Σύμφωνα με τον Jensen (1986), η διοίκηση μιας εταιρίας δεν μπορεί να ελέγχεται απόλυτα από τους επενδυτές, και αν τα κεφάλαια δεν επενδυθούν ή δεν διανεμηθούν ως μερίσματα, μπορεί εύκολα να χρησιμοποιηθούν προς όφελος της διοίκησης, προκειμένου να αποφευχθεί η αποτελεσματική ελέγχεται.

Αναφορικά με αυτό, ο Easterbrook (1984) εξετάζει τον τρόπο με τον οποίο τα μερίσματα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να περιοριστούν οι δυνατότητες της διοίκησης. Προτείνει την καταβολή μερισμάτων ως ένα μέσο για τη μείωση των διαθέσιμων ελεύθερων κεφαλαίων στα χέρια της διοίκησης.

1.4 Η απόδοση των κερδών της επιχείρησης στους μετόχους

Οι εταιρίες που αποφασίζουν να διανείμουν μερίσματα στους μετόχους τους συνήθως προχωρούν σε δύο στάδια. Αρχικά, καταβάλλουν ένα προσωρινό μέρισμα, το οποίο είναι είτε βασισμένο στα οικονομικά αποτελέσματα της μέσης οικονομικής περιόδου, είτε καθορίζεται από τους νόμους του κράτους. Στη συνέχεια, αποφασίζουν το επιπλέον ή το τελικό μέρισμα, το οποίο υπολογίζεται βάσει των οικονομικών αποτελεσμάτων του ολικού οικονομικού έτους.

Ειδικότερα, μέσω του λογαριασμού 88.99 "Κέρδη προς Διάθεση", προκύπτει το τελικό ποσό που προτείνεται από το διοικητικό συμβούλιο. Αυτή η πρόταση υποστηρίζεται από χρηματοοικονομικούς συμβούλους και προσωπικό του τμήματος χρηματοοικονομικής διοίκησης της εταιρίας ως προς την καταβολή μερισματος. Τέλος, οι αποφάσεις σχετικά με τη μερισματική πολιτική υποβάλλονται στην ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων, που είναι το όργανο που θα δώσει την τελική έγκριση για την καταβολή του μερισματος.

Η απόφαση σχετικά με τα μερίσματα συνήθως επικεντρώνεται σε έναν κεντρικό πυλώνα, που συνίσταται κυρίως στο ποσοστό των κερδών μετά από φόρους που θα διανεμηθεί, καθώς και στο ποσοστό που θα παρακρατηθεί. Η οριστική απόφαση λαμβάνεται κατά την ετήσια γενική συνέλευση, η οποία καθορίζει το ποσό του μερισματος που θα δοθεί στους μετόχους, τον τύπο του μερισματος, καθώς και τις ημερομηνίες καταβολής στους δικαιούχους. Η πληρωτέα διαδικασία τόσο για το πρώτο όσο και για το επιπλέον μέρισμα, που καταβάλλεται τελικά από κάθε επιχείρηση, εκτελείται μέσω του λογαριασμού 53.01 "Μερίσματα πληρωτέα" στη λογιστική.

Η επιχείρηση μπορεί να αποφασίσει να δώσει προμέρισμα, το οποίο προηγείται της καταβολής μερισμάτων, και αυτή η απόφαση καταγράφεται μέσω του λογαριασμού 33.06 "Προμερίσματα". Τα μερίσματα που καταβάλλονται από την επιχείρηση παρουσιάζουν ορισμένα χαρακτηριστικά όσον αφορά το χρονικό σημείο καταβολής τους και την τελική απόδοσή τους στους μετόχους.

Για να εξηγήσουμε τη διαδικασία καταβολής των κερδών στους μετόχους, πρέπει να αναλύσουμε τον τρόπο υλοποίησης της απόφασης για το μέρισμα. Συγκεκριμένα, μετά τη λήψη της απόφασης σχετικά με το ποσό, τον τύπο και τον ακριβή χρόνο καταβολής του μερίσματος, που λαμβάνει η επιχείρηση, υπάρχει ένα χρονικό διάστημα κατά το οποίο πρέπει να πραγματοποιηθεί η τελική απόδοση των μερισμάτων στους μετόχους.

Κατά το εν λόγω χρονικό διάστημα, κάθε μετοχή της εταιρίας συμπεριλαμβάνει το μέρισμα που της αναλογεί. Κάθε μετοχή κρατάει το μέρισμα μέχρι μια συγκεκριμένη ημερομηνία, γνωστή ως ημέρα αποκοπής. Από αυτήν την ημέρα και έπειτα, η μετοχή δεν διατηρεί πλέον το μέρισμα, το οποίο παραδίδεται στους μετόχους (Δασίλας, 2009). Συνήθως, η ημέρα αποκοπής δεν συμπίπτει με την ημέρα καταβολής του μερίσματος στους μετόχους. Αυτό που καθιστά ξεχωριστή την ημέρα αποκοπής είναι ότι μόνο οι επενδυτές που κατέχουν μετοχές της εταιρίας την ημέρα αποκοπής είναι επιλέξιμοι να λάβουν το μέρισμα. Υπάρχουν και περιπτώσεις όπου η εταιρία εκδίδει δικαιώματα πάνω στα μερίσματα, τα οποία ο κάτοχος τους μπορεί να πουλήσει στην αγορά, ανταλλάσσοντας την αξία του μερίσματος που θα λάβει στην ημερομηνία καταβολής με τη σημερινή αξία του δικαιώματος αυτού. Με αυτόν τον τρόπο, ο κάτοχος μεταφέρει τα οφέλη του μερίσματος στο νέο κάτοχο - αγοραστή του δικαιώματος (Pike και Neale, 1993).

Η απόφαση για τη μερισματική πολιτική της εταιρίας αποτελείται από τρεις βασικές αποφάσεις, όπως προαναφέρθηκε: το ποσό του μερίσματος που θα δοθεί στους μετόχους, τον τύπο ή τη μορφή του μερίσματος, και το χρονικό σημείο καταβολής. Αυτά αναλύονται περαιτέρω στις ενότητες 1.4.1, 1.4.2 και 1.4.3 που ακολουθούν καθώς η σχέση τους με τη μερισματική πολιτική των ελληνικών επιχειρήσεων.

1.4.1 Το μέγεθος του μερίσματος

Η καθοριστική παράμετρος για τη μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης είναι το ποσό του μερίσματος που θα καταβληθεί στους μετόχους. Αυτή η απόφαση δεν αφορά μόνο την ίδια την επιχείρηση, καθώς επηρεάζει σημαντικά τις επενδυτικές της επιλογές, αλλά επίσης επηρεάζει τους μετόχους, καθώς επιδρά στον συνολικό τους πλούτο.

Συγκεκριμένα, η απόφαση για το ποσό του μερίσματος έχει άμεσες επιπτώσεις στις επενδυτικές δραστηριότητες της εταιρίας. Μια αύξηση στο μέρισμα συνεπάγεται μείωση των κερδών που παρακρατούνται. Αυτή η μείωση μπορεί να έχει αρνητική επίδραση στη ρευστότητα της εταιρίας, καθώς περισσότερα κεφάλαια διατίθενται στους μετόχους και λιγότερα παραμένουν στην επιχείρηση για επενδύσεις. Επίσης, το μέγεθος του μερίσματος επηρεάζει τα κεφάλαια που η επιχείρηση δανείζεται, με μεγαλύτερη παρακράτηση κερδών να επιτρέπει χαμηλότερο εξωτερικό δανεισμό. Αυτό έχει άμεση συνέπεια στο κόστος και στους όρους του δανεισμού. Σε συνδυασμό με την επίδραση στη ρευστότητα, καταλαβαίνουμε ότι το μέγεθος του μερίσματος επηρεάζει τη δανειοληπτική ικανότητα της εταιρίας και, συνεπώς, επηρεάζει την κερδοφορία της.

Το μέγεθος του μερίσματος επηρεάζει απευθείας τους μετόχους της εταιρίας, αφού επιδρά στο εισόδημά τους τόσο στο παρόν όσο και στο μέλλον. Καταρχάς, ένα υψηλό μέρισμα σημαίνει υψηλά εισοδήματα για τους μετόχους σήμερα, αλλά πιθανώς χαμηλότερα μελλοντικά κέρδη από την αύξηση του κεφαλαίου. Αντίθετα, ένα χαμηλό μέρισμα σημαίνει χαμηλά εισοδήματα σήμερα, αλλά αναμένονται μεγαλύτερα κέρδη από την ανάπτυξη του κεφαλαίου στο μέλλον.

Επιπλέον, η επιρροή του μεγέθους του μερίσματος εκτείνεται στις προτιμήσεις των επενδυτών, που αντικατοπτρίζουν την επιθυμία τους για άμεσο εισόδημα μέσω του μερίσματος ή για μελλοντικά εισοδήματα μέσω της επανεπένδυσης και της κεφαλαιακής αύξησης. Αυτές οι προτιμήσεις εξαρτώνται από τις σημερινές και μελλοντικές ανάγκες των επενδυτών, καθώς και από τις προσδοκίες τους για το μέλλον.

Συχνά, για να ενισχύσει ο έλεγχος των επενδύσεών της και να διαχειριστεί αποτελεσματικότερα τις αντιδράσεις των μετόχων της, μια επιχείρηση υιοθετεί μια σταθερή πολιτική μερίσματος. Συγκεκριμένα, πολλές εταιρίες επιλέγουν να καθορίζουν το ύψος του μερίσματος με μια σταθερή, σταθερή αύξηση που δεν υπόκειται σε αναίτιες αλλαγές. Αυτό γίνεται με σκοπό να δημιουργηθούν σχέσεις εμπιστοσύνης και αμοιβαίας ανταμοιβής ανάμεσα στην επιχείρηση και τους μετόχους της.

Με αυτόν τον τρόπο, αποφεύγονται οι απότομες διακυμάνσεις στα ποσά των μερισμάτων από έτος σε έτος, με αποτέλεσμα:

- Να μειώνεται η ανασφάλεια των μετόχων όσον αφορά την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων τους

- Να αποφεύγονται καταστάσεις πανικού των μετόχων κατά τη διάρκεια περιόδων με χαμηλά κέρδη
- Να επιτυγχάνεται μεγαλύτερη ευελιξία για την επιχείρηση, η οποία μπορεί να προσαρμόσει το μέρισμά της σε περιόδους χαμηλών κερδών, διατηρώντας το σε αναμενόμενα επίπεδα.

1.4.2 Οι τύποι και οι μορφές μερίσματος

Τα έσοδα που μια εταιρία εκδίδει προς απόδοση στους μετόχους της μπορεί να προσλάβουν πολλές μορφές, είτε πρόκειται για χρηματικές είτε για μη χρηματικές. Οι βασικότερες από αυτές περιλαμβάνουν:

- Τακτικό Μέρισμα: Ένα προγραμματισμένο και συνήθως επαναλαμβανόμενο μέρισμα.
- Μη Τακτικό Μέρισμα: Ένα μέρισμα που δεν ακολουθεί σταθερό χρονοδιάγραμμα.
- Μέρισμα που Δεν Αναμένεται να Επαναληφθεί: Ένα μέρισμα που δίνεται σπάνια και δεν προβλέπεται να επαναληφθεί.
- Μέρισμα με τη Μορφή Μετρητών: Η απόδοση γίνεται με χρηματικά κεφάλαια.
- Έκδοση Νέων Μετοχών με Έκπτωση στους Παλαιούς Μετόχους: Η εταιρία εκδίδει νέες μετοχές με χαμηλότερη τιμή για τους υπάρχοντες μετόχους.
- Επαναγορά Μετοχών: Η εταιρία αγοράζει πίσω τις δικές της μετοχές από τους μετόχους.

Η πλέον συνηθισμένη πρακτική που ακολουθούν οι εταιρίες για να ανταποκριθούν στις ανάγκες των μετόχων είναι η καταβολή τακτικού μερίσματος, το οποίο εκφράζεται σε χρηματικά ποσά (regular cash dividend). Αυτά τα τακτικά μερίσματα διανέμονται κατά κύριο λόγο τριμηνιαία σε πολλές χώρες του εξωτερικού, αλλά είναι δυνατόν να καταβάλλονται και μηνιαία, εξαμηνιαία, ή ετησίως. Ο όρος "τακτικό" υπονοεί την πρόθεση της επιχείρησης να διατηρήσει σταθερή την πληρωμή του και στο μέλλον. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η ύπαρξη ενός προγραμματισμένου μερίσματος από την εταιρία δεν σημαίνει απαραίτητα ότι οι μέτοχοι θα λαμβάνουν αυτό το μέρισμα κατά τις περιόδους όπου η επιχείρηση εμφανίζει υψηλά κέρδη. Όπως θα διαπιστώσουμε παρακάτω, η εταιρία μπορεί να προσφέρει επιπλέον μέρισμα ανάλογα με την οικονομική της επίδοση.

Υπάρχουν πολλές περιπτώσεις όπου τα μερίσματα καταβάλλονται μεν, αλλά δεν αναμένεται να επαναληφθούν. Αυτό συμβαίνει διότι το μέρισμα αυτό προέρχεται από κεφάλαια που είχαν διατεθεί για να καλύψουν ανάγκες της εταιρίας που πλέον έχουν εκπληρωθεί. Συγκεκριμένα, το μέρος των κερδών που δεν διανέμεται ως μέρισμα, αλλά παραμένει στην εταιρία ως κέρδη για επενδύσεις στο μέλλον, ανήκει επίσης στους μετόχους. Η δέσμευση κερδών και η συσσώρευση κεφαλαίων από την εταιρία, τα οποία ανήκουν στους μετόχους, γίνεται με σκοπό να υποστηρίξει τις δραστηριότητές της. Με την ολοκλήρωση αυτών των δραστηριοτήτων, τα κεφάλαια που δεν χρησιμοποιήθηκαν επιστρέφονται στους μετόχους με τη μορφή μερίσματος.

Τα μερίσματα δεν διανέμονται πάντα σε χρήματα. Σε πολλές περιπτώσεις, αντί να πληρώσουν τα μερίσματα μετρητά στους μετόχους, οι εταιρίες επιλέγουν να διανείμουν επιπλέον μετοχές (stock dividend). Αυτή η πρακτική θυμίζει τη διαδικασία της διάσπασης μετοχών (stock split), καθώς και στις δύο περιπτώσεις αυξάνεται ο αριθμός των μετοχών και μειώνεται η ονομαστική αξία ανά μετοχή. Η διανομή μερίσματος με τη μορφή μετοχών έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του ποσού των κερδών και την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Ωστόσο, είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι μια έρευνα του Poterba το 1986 σύγκρινε τις μετοχές που καταβάλλουν μερίσματα με μετρητά με αυτές που καταβάλλουν μερίσματα σε μορφή μετοχών. Ανέφερε ότι οι επενδυτές φαίνεται να προτιμούν τα μερίσματα σε μετρητά, καθώς αυτά δεν επιφέρουν επιπλέον κίνδυνο για τους μετόχους, όπως συμβαίνει με τα μερίσματα σε μορφή μετοχών.

Πολλές εταιρίες υιοθετούν τα "Προγράμματα Επανεπένδυσης Μερίσματος" (Dividend Reinvestment Plans – DRIPs). Σε αυτήν την περίπτωση, αντί να καταβάλουν μερίσματα με μετρητά στους μετόχους, παρέχουν έκπτωση στους υφιστάμενους μετόχους για την αγορά νέων μετοχών. Αυτό το είδος έκδοσης νέων μετοχών έχει οικονομικά οφέλη για την επιχείρηση σε σύγκριση με την απλή έκδοση νέων μετοχών, καθώς αποφεύγεται το κόστος πώλησής τους.

Όταν μια επιχείρηση επιθυμεί να αποδώσει χρήματα στους μετόχους της, συνήθως ανακοινώνει την καταβολή μερίσματος με μετρητά. Από τη δεκαετία του 1980 και έπειτα, μια όλο και πιο δημοφιλής μέθοδος για την αύξηση του πλούτου των μετόχων είναι η επαναγορά πακέτων μετοχών από τις εταιρίες (share repurchase). Με αυτόν τον τρόπο, επιτυγχάνεται αύξηση της τιμής της μετοχής της εταιρίας στο χρηματιστήριο και, κατ' επέκταση, αύξηση του πλούτου των μετόχων. Η εταιρία

προβαίνει σε επαναγορά των μετοχών της όταν έχει συσσωρεύσει μεγάλα ποσά μετρητών που δεν χρειάζεται, ή όταν επιθυμεί να αναδιαρθρώσει την κεφαλαιακή διάρθρωσή της.

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία (Lease et al., 2000, Brealey Myers, 1999, και Emery Finnerty, 1997), η επαναγορά μετοχών μπορεί να πραγματοποιηθεί με διάφορους βασικούς τρόπους:

(α) Μέσω αγοράς στην ανοιχτή αγορά: Σε αυτήν την προσέγγιση, η επιχείρηση αγοράζει τις δικές της μετοχές στην τρέχουσα τιμή που καθορίζεται από την αγορά. Αυτό οδηγεί σε σταδιακές αυξητικές πιέσεις στην τιμή της μετοχής, ειδικά όταν ο αριθμός των μετοχών προς επαναγορά είναι σημαντικός. Είναι σημαντικό να σημειωθεί πως αυτή η διαδικασία ενδέχεται να απαιτήσει πολύ χρόνο για να ολοκληρωθεί στην πράξη.

β) Σε προκαθορισμένη τιμή: Σε αυτήν την προσέγγιση, η επιχείρηση καθορίζει εκ των προτέρων μια συγκεκριμένη τιμή για την επαναγορά μιας συγκεκριμένης ποσότητας μετοχών της. Η προκαθορισμένη αυτή τιμή είναι υψηλότερη από την τρέχουσα αγοραία τιμή των μετοχών, με σκοπό να ελκύσει πωλητές (συνήθως προσφέρεται ένα πρόσθετο ποσοστό, γνωστό ως "premium," που κυμαίνεται συνήθως μεταξύ 10% και 25% πάνω από την τρέχουσα τιμή στην αγορά). Αν η διαδικασία αυτή δεν επιτύχει να εξασφαλίσει το σύνολο των επιθυμητών μετοχών, τότε γίνεται χρήση της μεθόδου που περιγράψαμε προηγουμένως, δηλαδή η επαναγορά στην ανοιχτή αγορά. Η επαναγορά μετοχών σε προκαθορισμένη τιμή αποτελεί την πιο δαπανηρή μέθοδο επαναγοράς για την επιχείρηση λόγω του υψηλότερου κόστους εξαγοράς μετοχών (σε σύγκριση με την τιμή αγοράς) και μπορεί να αποδειχθεί αναποτελεσματική όταν υπάρχει μεγάλος αριθμός ενδιαφερομένων πωλητών.

(γ) Αγορά Δικαιωμάτων Αγοράς Μετοχών: Με αυτήν τη μέθοδο, η εταιρία δεν εξαγοράζει άμεσα μετοχές από τους μετόχους, αλλά αποκτά δικαιώματα αγοράς μετοχών που μπορούν να εκτελεστούν σε μελλοντικό χρόνο. Αυτή η διαδικασία συνήθως συνοδεύεται από υψηλότερα συναλλακτικά κόστη σε σύγκριση με τη διαδικασία στην ανοιχτή αγορά και παρουσιάζει το μειονέκτημα της πολύπλοκης φορολογικής διαχείρισης.

(δ) Επαναγορά μετά από Διαπραγμάτευση: Σε αυτήν τη μέθοδο, η επαναγορά μετοχών μπορεί να γίνει μέσω διαπραγμάτευσης με έναν ή λίγους κύριους μετόχους. Κατά τη διαπραγμάτευση, η επιχείρηση συζητά για την αγορά του

συνόλου ή ενός μεγάλου πακέτου μετοχών τους, ενημερώνοντας ταυτόχρονα εκτενώς τον επενδυτή για τους στόχους και τις προθέσεις της. Η τιμή επαναγοράς μπορεί να είναι ακόμη και μικρότερη από την τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής στην αγορά, ειδικά αν η πρωτοβουλία για τη διαπραγμάτευση προέρχεται από τους ίδιους τους μετόχους-πωλητές, και όχι από την επιχείρηση. Ο λόγος για τη διαπραγμάτευση επαναγοράς μετοχών από τους κύριους μετόχους μπορεί να είναι η απειλή κατοχής μεγάλου ποσοστού από ανταγωνιστές ή η αντιμετώπιση εχθρικής εξαγοράς.

(ε) Πρόταση Ανταλλαγής Μετοχών: Συνεχίζοντας από την προηγούμενη μέθοδο, μια άλλη προσέγγιση για την επαναγορά μετοχών είναι η αγορά τους όχι με χρηματική αποζημίωση προς τους κατόχους τους, αλλά ανταλλάσσοντάς τις με ομόλογα ή προνομιούχες μετοχές της εταιρίας. Η διαφορά στη ρευστότητα ή εμπορευσιμότητα των ανταλλασσόμενων τίτλων αντιμετωπίζεται με την καταβολή κατάλληλης αποζημίωσης (premium) προς τον πωλητή των τίτλων, λαμβάνοντας υπόψη τη σχετική αυξημένη εμπορευσιμότητα.

Πολλοί αναλυτές, όπως οι Graham κ.ά. (2005), Grullon και Michaely (2000), Jagannathan κ.ά. (1999), Sarig (1999), έχουν διερευνήσει τις αποκλίσεις ανάμεσα στην απόδοση μερισμάτων σε μετρητά και την επαναγορά μετοχών. Η κύρια παρατήρηση είναι ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν την καταβολή μερισμάτων, επιλέγοντας συνήθως σταθερά, μη κυμαινόμενα και σχετικά χαμηλά ποσά. Αντίθετα, η επαναγορά μετοχών θεωρείται από τους οικονομικούς υπεύθυνους ως μια διαδικασία ρευστότητας που δεν παρέχει τόση πληροφόρηση στην αγορά όσο η καταβολή μερισμάτων για την κερδοφορία και την μελλοντική πορεία της επιχείρησης.

Σχετικά με τα πληροφοριακά σήματα που παρέχει η επιχείρηση με την απόφασή της για επαναγορά μετοχών, παρατηρούνται αντιφατικές αντιδράσεις από τους επενδυτές και τους οικονομικούς υπεύθυνους των επιχειρήσεων. Παρά την προσδοκία θετικής αντίδρασης των επενδυτών και αύξησης της τιμής των μετοχών αμέσως μετά την ανακοίνωση επαναγοράς, οι Ikenberry, Lakonoshok και Vermaelen (1995) παρατήρησαν ανορθόδοξες αποδόσεις στις τιμές των μετοχών στα χρόνια που ακολούθησαν. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η αγορά υποαντιδρά σε ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών στην ανοιχτή αγορά. Από την άλλη πλευρά, ερευνητές όπως οι Cook, Krigman και Leach (2000), Brockman και Chung (2001), Ginglinger και Hamon (2003) έχουν παρατηρήσει ότι οι οικονομικοί

υπεύθυνοι των εταιριών έχουν την ικανότητα να επωφεληθούν από την επαναγορά των μετοχών τους.

1.4.3 Ο χρόνος απόδοσης μερίσματος στους μετόχους

Η χρονική στιγμή καταβολής των μερισμάτων επιδρά άμεσα στην εταιρική διαχείριση, καθώς αυτή η στιγμή συνεπάγεται τη μείωση των διαθέσιμων κεφαλαίων που διαθέτει η διοίκηση. Επιπλέον, επηρεάζει τόσο τα έσοδα της εταιρείας όσο και τις επενδυτικές επιλογές των επενδυτών. Αυτό συμβαίνει επειδή οι επενδυτές, από τη μία πλευρά, ενδιαφέρονται για το χρονικό σημείο κατά το οποίο θα λάβουν το μερίσμα (δηλαδή το εισόδημα), και από την άλλη πλευρά, επηρεάζονται από την επενδυτική τους στρατηγική. Η επιλογή μεταξύ διαπραγμάτευσης της μετοχής με ή χωρίς το δικαίωμα μερίσματος επηρεάζει την τιμή της μετοχής και, συνεπώς, το καίριο αυτό χρονικό σημείο έχει ουσιαστικό αντίκτυπο στην κεφαλαιαγορά.

1.5 Το μέρισμα και η αξία της επιχείρησης

Έχουμε περιγράψει προηγουμένως τις συνήθεις πρακτικές που ακολουθούν οι επιχειρήσεις όσον αφορά την επιλογή των μερισμάτων προς απόδοση στους μετόχους τους. Είναι εξίσου σημαντικό να εξετάσουμε τα θεωρητικά υποδείγματα αξιολόγησης, τα οποία σχετίζονται με τη μερισματική πολιτική και είναι διαδεδομένα σε πολλά εγχειρίδια χρηματοοικονομικής διοίκησης. Αναλύουμε παρακάτω τα πιο σημαντικά από αυτά τα υποδείγματα, τα οποία παρουσιάζουν την αξία της επιχείρησης ως συνάρτηση του συνολικού ποσού των μερισμάτων που αποδίδει η οικονομική μονάδα κατά τη διάρκεια της ζωής της.

1.5.1 Υποδείγματα αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης με την χρήση μερισμάτων

Το Υπόδειγμα Αποτίμησης με Χρήση Μερισμάτων, γνωστό και ως Dividend Valuation Model (YAM), περιγράφει την αξία μιας επιχείρησης ως το σύνολο των κερδών που αναμένεται να αποδοθούν στους μετόχους της από τη στιγμή της

αποτίμησης (π.χ. σήμερα) μέχρι την ημερομηνία λύσης και αποπληρωμής της. Το YAM αποτελεί τη βάση για τη δημιουργία του Υποδείγματος Αποτίμησης με Μερίσματα και Αύξηση του Μερίσματος στον Χρόνο (YAMΔM) μιας επιχείρησης, γνωστού και ως Dividend Growth Model.

Και τα δύο αυτά υποδείγματα βασίζονται σε απλουστευτικές υποθέσεις. Το YAM υποθέτει ότι μια επιχείρηση διανέμει, για κάθε έτος t , σταθερά καθαρά χρηματοοροθέματα, E_t , ως μερίσματα προς τους μετόχους της (δηλαδή, όλα τα κέρδη μοιράζονται). Σε αυτή την περίπτωση, η αξία της επιχείρησης ισούται με το σύνολο των προεξοφλημένων καθαρών χρηματοοροθεμάτων, τα οποία παρέχει η επιχείρηση ως μερίσματα. Έτσι, η αγοραία αξία της επιχείρησης είναι ίση με την παρούσα αξία των μερισμάτων που θα αποδοθούν από την επιχείρηση στους μετόχους της, υπολογισμένη με το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης των επενδυτών, k_s . Με βάση αυτές τις υποθέσεις, η αξία της επιχείρησης μπορεί να περιγραφεί με τον ακόλουθο τύπο (1.5.1), υποθέτοντας ότι η διάρκεια ζωής της επιχείρησης τείνει προς το άπειρο και ότι τα μερίσματα παραμένουν σταθερά με την πάροδο του χρόνου.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{E_t}{(1+k_s)^t} \stackrel{E_t=D_t}{=} \sum \frac{D_t}{(1+k_s)^t} \stackrel{t \rightarrow \infty}{=} \frac{D_t}{k_s} \quad (1.5.1)$$

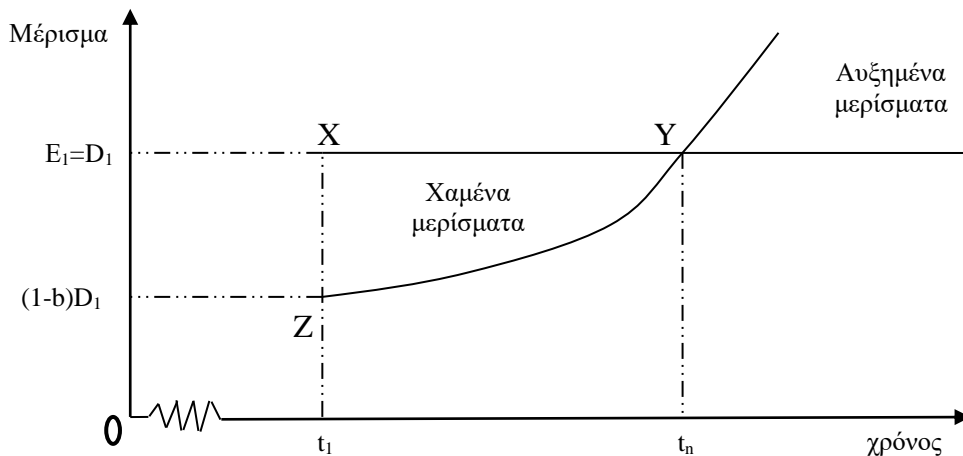
Στη συνέχεια, για να φτάσουμε στο Υπόδειγμα Αποτίμησης με Χρήση Μερισμάτων και Διαχρονικής Μεγέθυνσης (YAMΔM), καθορίζουμε μια σειρά από υποθέσεις που καθιστούν το YAM περισσότερο πολύπλοκο. Συγκεκριμένα, υποθέτουμε ότι ένα ποσοστό των κερδών της επιχείρησης παρακρατείται κάθε χρόνο, συμβολίζοντας το με b , το οποίο μειώνει τα συνολικά κέρδη E_t από τα οποία δίνεται το μέρισμα. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τα κέρδη που θα διανείμει η επιχείρηση να είναι $E_t(1-b)$. Τα κεφάλαια που παρακρατούνται επαναεπενδύονται στην επιχείρηση με σταθερή απόδοση, οδηγώντας σε ένα θετικό ρυθμό ανάπτυξης, συμβολίζοντας τον ως g . Τέλος, υποθέτοντας ότι ο ρυθμός ανάπτυξης, g , είναι ίσος με το ποσοστό παρακράτησης, b , η αξία της επιχείρησης προκύπτει από το μέρισμα του επόμενου έτους, διαιρούμενο με το κόστος κεφαλαίου που μειώνεται κατά τον ρυθμό ανάπτυξης της επιχείρησης:

$$\begin{aligned}
 V_0 &= \sum_{t=1}^n \frac{E_1(1-b)}{(1+k_s)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{D_1}{(1+k_s)^t} \Leftrightarrow \\
 \frac{1+k}{1+g} V_0 &= \sum_{t=1}^n \frac{D_1}{(1+k_s)^t} \cdot \frac{1+k}{1+g} \Leftrightarrow \\
 \frac{1+k}{1+g} V_0 &= \frac{D_1}{(1+g)} \sum_{t=1}^n \frac{D_1}{(1+k_s)^t} \Leftrightarrow \\
 \frac{1+k}{1+g} V_0 &= \frac{D_1}{(1+g)} V_0 \Leftrightarrow \\
 \frac{1+k}{1+g} V_0 - V_0 &= \frac{D_1}{(1+g)} \Leftrightarrow \\
 \frac{1+k}{1+g} V_0 - V_0 &= \frac{D_1}{(1+g)} \Leftrightarrow \\
 \frac{k-g}{1+g} V_0 &= \frac{D_1}{(1+g)} \Leftrightarrow \\
 V_0 &= \frac{D_1}{k-g} \Leftrightarrow
 \end{aligned} \tag{1.5.2}$$

Οι παραπάνω ορισμοί μπορεί να δημιουργήσουν σύγχυση όσον αφορά το κατά πόσο η αγορά αποτιμά τα ποσά των κερδών ή τα ποσά των μερισμάτων κατά τους υπολογισμούς της αξίας της επιχείρησης. Η απάντηση σε αυτό το ερώτημα προκύπτει εάν επικεντρωθούμε σε δύο βασικούς λόγους που υποστηρίζουν την παρακράτηση κερδών: την ενίσχυση των διαθέσιμων ρευστών και τη δυνατότητα χρηματοδότησης των μελλοντικών επενδύσεων. Ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων εξαρτάται από το ποσοστό παρακράτησης κερδών, συμβολίζοντας το ως b , και την απόδοση των επανεπενδυμένων κεφαλαίων, συμβολίζοντας το ως R . Με την εισαγωγή αυτών των παραμέτρων, δηλαδή της παρακράτησης και της μεγέθυνσης, το μοντέλο YAM μετατρέπεται στο YAMΔM.

Αποτέλεσμα της θεωρίας που παρουσιάζει το YAMΔM είναι ότι η απόκριση στη θυσία των τρεχουσών μερισμάτων θα οδηγήσει σε διαχρονική αύξηση των κερδών και, συνεπώς, στη δημιουργία μεγαλύτερων μερισμάτων στο μέλλον μέσω της χρηματοδότησης μελλοντικών επενδυτικών προγραμμάτων. Αυτό παρουσιάζεται επίσης στο Figure 1 (Pike και Neale, 1993):

Figure 1 – Μερίσματα με αύξηση κερδών.



Στο διάγραμμα (Figure 1) παρατηρούμε ότι στη χρονική στιγμή t_1 , η επιχείρηση, που ως τότε διανέμει όλα τα κέρδη της ως μερίσμα στους μετόχους της, αποφασίζει να μειώσει τα αποδιδόμενα στους μετόχους μερίσματα από D_1 σε $(1-b)D_1$, όπου b είναι το ποσοστό παρακρατηθέντων κερδών. Η πολιτική αυτή της παρακράτησης $(1-b)$ μέρους των μερισμάτων συνεχίζεται και τα επόμενα χρόνια. Η παρακράτηση αυτή των κερδών, που αποτελούν χαμένα μερίσματα όπως αναφέρεται στο διάγραμμα, θα οδηγήσει σε συνεχή αύξηση των κερδών (καθώς επενδύονται κάθε χρόνο περισσότερα κεφάλαια), με αποτέλεσμα, μετά από n χρόνια όπως φαίνεται στο σχήμα, τα μερίσματα να επανέλθουν στο αρχικό τους ύψος στη χρονική στιγμή t_n . Από τη χρονική στιγμή t_n και έπειτα, οι μέτοχοι απολαμβάνουν μεγαλύτερο μερίσμα από το αρχικό τους, διότι η απόδοση από τα επανεπενδυμένα κεφάλαια είναι υψηλότερη από την απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών (k_s), καλύπτοντας τα χαμένα μερίσματα του παρελθόντος.

Ένα παραλλαγή των παραπάνω υποδειγμάτων είναι το Υπόδειγμα Προεξόφλησης των Μερισμάτων ή ΥΠΜ (Dividend Discount Model), το οποίο διαφέρει από τα ΥΑΜ και ΥΑΜΔΜ ως προς το ότι δεν λαμβάνει υπόψη την αξία της επιχείρησης, αλλά την αγοραία αξία της μετοχής της επιχείρησης. Το αποτέλεσμα αυτού του υποδείγματος είναι παρόμοιο με το αποτέλεσμα του ΥΑΜΔΜ που παρουσιάζεται στον τύπο 1.5.2. Αυτό το υπόδειγμα περιγράφει την αξία της μετοχής σήμερα ως το προεξοφλημένο άθροισμα του μερίσματος ανά μετοχή που θα δώσει η επιχείρηση στο χρόνο 1 συν την αξία που θα έχει η μετοχή στο χρόνο 1, όπου θα έχει αποκοπεί το μερίσμα.

Έτσι, η αξία της μετοχής της επιχείρησης στο παρόν (χρόνος $t=0$) δίνεται από τον τύπο (1.5.3):

$$p_0 = \frac{p_1 + d_1}{1 + k_s} \quad (1.5.3)$$

Όπου: p_t : η τιμή της μετοχής

d_t : το μέρισμα ανά μετοχή

k_s : η απαιτούμενη απόδοση από τους μετόχους

Για περισσότερα από ένα έτος, έστω για n έτη, μπορούμε να μελετήσουμε το μοντέλο αντικαθιστώντας την αξία της μετοχής κάθε χρόνο με το προεξοφλημένο άθροισμα του μερίσματος της επόμενης περιόδου συν την αξία της μετοχής κατά τη διάρκεια εκείνης της περιόδου. Έτσι, ο τύπος (1.5.3) μετατρέπεται σε:

$$p_0 = \frac{d_1}{1 + k_s} + \frac{d_2}{(1 + k_s)^2} + \dots + \frac{p_n + d_n}{(1 + k_s)^n} \quad (1.5.4)$$

Ο παραπάνω τύπος (1.5.4) είναι δυνατόν να αναπροσαρμοστεί, λαμβάνοντας υπόψη μια σειρά από υποθέσεις. Συγκεκριμένα, αν υποθέσουμε ότι η διάρκεια ζωής μιας επιχείρησης τείνει προς το άπειρο, ότι η τιμή της μετοχής της επιχείρησης εξαρτάται κατευθείαν από τα προ-εξοφλημένα κέρδη της κατά τη διάρκεια της ζωής της, ότι η απαιτούμενη απόδοση από τους μετόχους είναι k_s , ότι τα κέρδη της επιχείρησης αυξάνονται με σταθερό ρυθμό ίσο με g , και, τέλος, ότι το ποσό του μερίσματος είναι σταθερό και ίσο με d , τότε μπορούμε να υπολογίσουμε την αξία της επιχείρησης για κάθε δεδομένη χρονική στιγμή t , χρησιμοποιώντας τον τύπο (1.5.5):

$$p_t = \frac{d_{t+1}}{k_s - g} \quad (1.5.5)$$

Τα κύρια συμπεράσματα που προκύπτουν από τον τελικό τύπο (2.5.5) αναφέρονται κυρίως στο μέρισμα και τον ρυθμό αύξησης των κερδών της επιχείρησης. Για να το διευκρινίσουμε περαιτέρω, το μέρισμα που διανέμει η επιχείρηση στους μετόχους της εξαρτάται από την οικονομική της απόδοση. Όσο μεγαλύτερα είναι τα κέρδη, τόσο υψηλότερα είναι και τα μερίσματα που λαμβάνουν οι μέτοχοί της. Επιπλέον, ο ρυθμός αύξησης των κερδών της επιχείρησης συνδέεται με την απόδοση των επενδύσεων που πραγματοποιεί. Η βασική πηγή κεφαλαίων για τις επενδύσεις

είναι τα κέρδη που παρακρατούνε, και σε αυτή την περίπτωση, η αύξηση των επενδύσεων οδηγεί σε μείωση των μερισμάτων που δίνονται στους μετόχους.

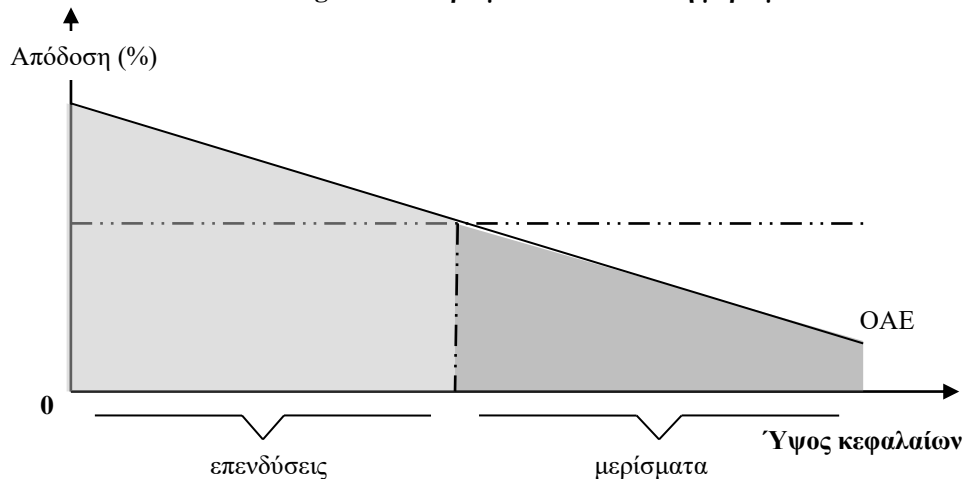
1.5.2 Η μερισματική πολιτική και η υπολειμματική θεωρία (Residual Theory of Dividends)

Όπως προαναφέραμε, η επιχείρηση έχει δύο βασικούς τρόπους χρήσης των κερδών της. Αφενός, μπορεί να τα παρακρατήσει για να χρηματοδοτήσει εσωτερικά μελλοντικές επενδύσεις, καθιστώντας τις έργα της οικονομικά αποδοτικά, με ελάχιστο κόστος κεφαλαίου. Αφετέρου, μπορεί να τα διανείμει στους μετόχους της στη μορφή μερίσματος (Lease et al., 2000). Σύμφωνα με τη θεωρία της υπολειμματικής αξίας, η επιχείρηση επενδύει τα κέρδη της σε προγράμματα με θετική καθαρή παρούσα αξία (ΚΠΑ), που έχουν ελάχιστο κόστος κεφαλαίου. Το υπόλοιπο των κερδών κατανέμεται ως μέρισμα, ενώ οι υπόλοιπες επενδύσεις χρηματοδοτούνται μέσω δανειακών κεφαλαίων, εφόσον το κόστος αυτών είναι χαμηλότερο από το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης και η ΚΠΑ των επενδύσεων είναι θετική (με προεξοφλητικό επιτόκιο το κόστος δανεισμού). Τα επιχειρήματα αυτά ενισχύονται από τη θέση των MM (1961), όπως αναφέρουν οι De Angelo και De Angelo (2006), οι οποίοι χρησιμοποιούν τη θεωρία της υπολειμματικής αξίας των μερισμάτων για να υποστηρίξουν τη θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος.

Η υπολειμματική θεωρία των μερισμάτων προτείνει ότι, μετά την προέλευση των κερδών από τη λειτουργία της επιχείρησης, η αξία αυτών των κερδών είναι ίση με το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης. Συνεπώς, είναι αναγκαίο να επενδύονται σε έργα με αναμενόμενη απόδοση ίση ή υψηλότερη από το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης. Σε περιπτώσεις επενδύσεων με χαμηλότερη απόδοση από το κόστος κεφαλαίου, η χρήση των κερδών για τη χρηματοδότησή τους είναι ανεπιθύμητη, καθώς η Καθαρή Παρούσα Αξία (ΚΠΑ) των επενδύσεων θα ήταν αρνητική. Για παράδειγμα, αν η επένδυση Α έχει απόδοση 17%, η επένδυση Β έχει απόδοση 13%, και η επένδυση Γ έχει απόδοση 7%, ενώ το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης είναι 15%, η επένδυση Α μπορεί να χρηματοδοτηθεί είτε από κερδοφόρες επενδύσεις της επιχείρησης είτε με δανειακά κεφάλαια. Αντίθετα, η επένδυση Β δεν μπορεί να χρηματοδοτηθεί με κέρδη, αλλά απαιτεί δανειακή χρηματοδότηση, ενώ η επένδυση Γ είναι ασύμφορη. Τα μερίσματα, που

αντιπροσωπεύουν το υπόλοιπο των κερδών που δεν μπορούν να επενδυθούν σε κερδοφόρες επενδύσεις, δίνονται στους μετόχους. Συνοπτικά, τα μερίσματα παρουσιάζονται στο Figure 2 (Pike και Neale, 1993), όπου η καμπύλη ΟΑΕ αντιπροσωπεύει την Οριακή Αποδοτικότητα των Επενδύσεων, το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης και τη σημασία της απόδοσης του τελευταίου ευρώ που επενδύεται από την επιχείρηση.

Figure 2 – Μερίσματα και απόδοση μερισμάτων.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 Θεωρητικές και εμπειρικές προσεγγίσεις μερισματικής πολιτικής

2.1 Εισαγωγή

Η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας που παρουσιάζεται σε αυτό το κεφάλαιο περιλαμβάνει λεπτομερή αναφορά στα σημαντικότερα άρθρα που αφορούν τη μερισματική πολιτική και την αξία της επιχείρησης. Παράλληλα, παρουσιάζονται οι θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί στη διεθνή βιβλιογραφία και αρθρογραφία σχετικά με τη σχέση του μερίσματος με τους μετόχους, τη διοίκηση των επιχειρήσεων και άλλους ενδιαφερόμενους φορείς. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η μερισματική πολιτική έχει επικεντρώσει σημαντικά τον τομέα της χρηματοοικονομικής επιστήμης τα τελευταία πενήντα χρόνια. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, πραγματοποιήθηκαν πολλές εμπειρικές μελέτες και διατυπώθηκε ένας μεγάλος

αριθμός θεωριών που επιδιώκουν να αναγνωρίσουν τους παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων, καθώς και να καταγράψουν τις διάφορες λειτουργίες του μερίσματος, όπως για παράδειγμα τη χρήση του ως μέσο μείωσης του κόστους αντιπροσώπησης.

Το κεφάλαιο αρχίζει με την παρουσίαση τριών βασικών υποθέσεων σχετικά με τη μερισματική πολιτική και τον τρόπο που αυτή επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Πέρα από τα διάφορα υποδείγματα αποτίμησης των επιχειρήσεων, τα οποία χρησιμοποιούν τα μερίσματα ως μια παράμετρο, υπάρχουν τρεις διαφορετικές απόψεις για το πώς το μέρισμα επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Σύμφωνα με την πρώτη άποψη, το μέρισμα επηρεάζει αρνητικά την τιμή της μετοχής, ενώ η δεύτερη τη θεωρεί θετική και η τρίτη ουδέτερη. Αυτές οι τρεις απόψεις αναλύονται λεπτομερώς στη δεύτερη ενότητα, όπου γίνεται αναφορά στη θεωρία των Miller – Modigliani (1961). Οι δημιουργοί αυτής της θεωρίας ανέπτυξαν την έννοια της μη σχετικότητας του μερίσματος και θέσπισαν τις προϋποθέσεις που πρέπει να εκπληρούνται για να είναι ανεξάρτητη η μερισματική πολιτική από την αξία της επιχείρησης. Επίσης, στην ίδια ενότητα γίνεται αναφορά στην πρόσφατη αντίθεση των De Angelo και De Angelo (2006), που αμφισβητεί μεγάλο μέρος των ισχυρισμών των Miller – Modigliani και της δημοφιλούς τους θεωρίας.

Στη συνέχεια, παρουσιάζονται τα βασικά μοντέλα που επικεντρώνονται στην ανάλυση της συμπεριφοράς της επιχείρησης, με επίκεντρο την καθοριστική παράμετρο της μερισματικής πολιτικής (συμπεριφορικά μοντέλα). Ακολούθως, εξετάζονται λεπτομερώς πρόσφατες έρευνες που ασχολούνται με τη μερισματική πολιτική και τους παράγοντες που επηρεάζουν την εταιρική απόφαση να καθορίσει το ποσό του μερίσματος που καταβάλλει.

2.2 Η Αξία μετοχής και το μέρισμα – Υπόθεση {H₁}

Οι απόψεις των ερευνητών, ανεξαρτήτως αν ανήκουν στον ακαδημαϊκό χώρο, τη χρηματιστηριακή αγορά ή την οικονομική διοίκηση των επιχειρήσεων, ως προς τη μερισματική πολιτική και τον τρόπο που αυτή επηρεάζει τον πλούτο των μετόχων, διαφέρουν μεταξύ τους.

Υπάρχουν εκείνοι που υποστηρίζουν ότι το μέρισμα έχει θετική επίδραση στην αξία των μετοχών, ενώ άλλοι πιστεύουν ότι επηρεάζει αρνητικά την τιμή του

Στη συνέχεια, θα εξετάσουμε λεπτομερώς τις τρεις παραπάνω απόψεις, περιγράφοντας εκτενώς τα βασικά επιχειρήματα που προβάλλουν καθώς και το προοπτικό τους προσεγγίσεως στην κατανομή των κερδών των επιχειρήσεων στους μετόχους.

2.2.1 Το μέρισμα επηρεάζει θετικά την τιμή της μετοχής

Πολλοί ερευνητές υποστηρίζουν ότι η διανομή μερίσματος επιδρά θετικά στην αξία των μετοχών. Αυτή η θέση στηρίζεται σε πολλά επιχειρήματα, τα οποία αναδεικνύουν τη σχέση μεταξύ μερίσματος και της μέγιστης ωφέλειας του επενδυτή. Αρχικοί υποστηρικτές αυτής της άποψης περιλαμβάνουν τον Lintner (1962) και τον Gordon (1963). Οι έρευνες αυτών των δύο ερευνητών ενίσχυσαν την θεωρία του "καλύτερα πέντε και στο χέρι" (bird-in-the-hand theory), η οποία υποστηρίζει ότι τα μερίσματα σχετίζονται θετικά με την αξία των μετοχών. Οι επενδυτές βλέπουν θετικά την λήψη μερίσματος, καθώς αυτό προσφέρει άμεσο εισόδημα.

Η παραπάνω λογική βασίζεται στο γεγονός ότι τα εισοδήματα που αποκτώνται σήμερα θεωρούνται πιο ασφαλή από εκείνα που ενδεχομένως θα προκύψουν στο μέλλον. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές λαμβάνουν αποδόσεις από τις επενδύσεις τους με δύο βασικούς τρόπους. Πρώτον, μέσω της λήψης μερίσματος, το οποίο αποτελεί μέρος των κερδών που προκύπτουν από την επιχειρηματική δραστηριότητα της εταιρίας και καταβάλλεται σε καθορισμένα χρονικά διαστήματα. Δεύτερον, μέσω της λήψης κεφαλαιακών κερδών, τα οποία προκύπτουν από την επανεπένδυση κερδών και την αυξημένη αξία της επιχείρησης. Η διαφορά μεταξύ των δύο βασίζεται στο γεγονός ότι το μέρισμα καταβάλλεται άμεσα, ενώ οι κεφαλαιακοί κέρδος προκύπτουν μετά από συσσώρευση κερδών και επανεπένδυση για πολλές περιόδους. Το άμεσο εισόδημα δεν επηρεάζεται από τις διακυμάνσεις της αγοράς ή της οικονομίας, καθιστώντας το πιο σταθερό.

Ένα ακόμα επιχειρήμα υπέρ της θετικής σχέσης μεταξύ των μερισμάτων και της αξίας της επιχείρησης είναι η ύπαρξη κόστους συναλλαγών. Σύμφωνα με τη θεωρία των Miller-Modigliani (1961), ο επενδυτής δεν επηρεάζεται από το ύψος του μερίσματος, καθώς έχει τη δυνατότητα να μετατρέψει ένα μέρος των επενδύσεων του σε ρευστά και, στην ουσία, να δημιουργήσει το επιθυμητό εισόδημα (είναι ανεξάρτητος από τη διανομή κερδών). Ωστόσο, στην πραγματικότητα, για να επιτύχει αυτό, πρέπει να προχωρήσει σε συναλλαγή - πώληση μετοχών στην

αγορά. Αυτή η συναλλαγή συνεπάγεται ένα κόστος, περιλαμβανομένων των προμηθειών των μεσολαβητών που συμμετέχουν στην ολοκλήρωσή της. Από την άλλη πλευρά, η λήψη μερίσματος ολοκληρώνεται με την αποστολή μιας επιταγής, η οποία μπορεί να εξοφληθεί άμεσα και χωρίς κόστος.

Τα ανωτέρω ζητήματα αποτελούν σημαντικά επιχειρήματα κατά των υποστηρικτών της θεωρίας που υποστηρίζει ότι το μέρισμα δεν επηρεάζει την αξία της μετοχής. Προκειμένου να ανταποκριθούν σε αυτά τα επιχειρήματα, οι υποστηρικτές της θεωρίας της ανεξαρτησίας του μερίσματος ενίσχυσαν τις θέσεις τους, επισημαίνοντας ότι τα μελλοντικά μερίσματα, που θεωρούνται ότι φέρουν μεγαλύτερο κίνδυνο, στην πραγματικότητα μοιράζονται τον ίδιο κίνδυνο με τα ήδη υπάρχοντα, καθώς προέρχονται από επενδύσεις που δεν αυξάνουν τον υφιστάμενο κίνδυνο. Επιπλέον, υποστηρίζουν ότι ο εν λόγω κίνδυνος έχει ήδη ληφθεί υπόψη κατά τον υπολογισμό της αξίας της μετοχής, καθώς ο υπολογισμός της αξίας έχει γίνει με βάση το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Σε αντίθεση με την άποψη περί ανεξαρτησίας του μερίσματος, προκύπτουν τα εμπειρικά ευρήματα των Dyl και Weigand (1998), οι οποίοι εντοπίζουν ότι με την έναρξη καταβολής μερισμάτων, τα κέρδη της επιχείρησης και οι χρηματοοικονομικές ροές της γίνονται λιγότερο επικίνδυνες.

Τελικώς, η έρευνα των Baker, Farrelly και Edelman (1985), που εξετάζει τη μερισματική πολιτική και τις απόψεις των διευθυντικών στελεχών, αναφέρει πως οι διοικήσεις των εταιριών θεωρούν ότι το μέρισμα έχει θετική επίδραση στην αξία της επιχείρησης και συμβάλλει στον έλεγχο και την επηρεάσει της μετοχικής αξίας. Παρόλο που από την έρευνά τους δεν προκύπτουν συγκεκριμένοι λόγοι για τους οποίους το μέρισμα επηρεάζει την τιμή της μετοχής, παρουσιάζουν πολλά στοιχεία που υποδεικνύουν την σχετικότητα της πολιτικής μερισμάτων.

2.2.2 Το μέρισμα επηρεάζει αρνητικά την τιμή της μετοχής

Μια εναλλακτική άποψη υποστηρίζει ότι η μεταβολή του ύψους των μερισμάτων επηρεάζει αρνητικά την αξία της μετοχής. Συγκεκριμένα, μια αύξηση στα μερίσματα οδηγεί σε μείωση της μετοχικής αξίας. Οι υποστηρικτές αυτής της θεώρησης βασίζουν την άποψή τους στον φορολογικό βάρος που επωμίζονται οι επενδυτές που λαμβάνουν μερίσματα. Η ολόκληρη πρόταση αναπτύσσεται γύρω από τη διαφορετική φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών και των κερδών από μερίσματα

σε πολλές χώρες. Δεδομένου ότι τα μερίσματα φορολογούνται υψηλότερα σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να διανέμουν το ελάχιστο δυνατό μέρισμα, ενώ τα υπόλοιπα κεφάλαια θα πρέπει είτε να επανεπενδύονται είτε να χρησιμοποιούνται για επαναγορά μετοχών από την ίδια την επιχείρηση. Η επαναγορά μετοχών από την επιχείρηση έχει διπλό αποτέλεσμα. Καταρχάς, οι επενδυτές που πωλούν τις μετοχές τους λαμβάνουν άμεσα εισόδημα (κάτι παρόμοιο με ένα μέρισμα), το οποίο φορολογείται με χαμηλότερο ποσοστό σε σύγκριση με τα μερίσματα. Δεύτερον, οι μέτοχοι που κρατούν τις μετοχές τους, μετά την επαναγορά από την εταιρία, παρατηρούν αύξηση στην αγοραία αξία των μετοχών τους, καθώς η αξία των μετοχών που επαναγοράστηκαν ενσωματώνεται πλέον στην αξία των δικών τους μεριδίων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να λαμβάνουν, έμμεσα, το "μέρισμα" με τη μορφή αύξησης της αξίας της επένδυσής τους, την οποία μπορούν να απελευθερώσουν ανά πάσα στιγμή αποφεύγοντας, ταυτόχρονα, τον υψηλότερο φόρο που επιβαρύνει τα μερίσματα.

Διατυπώνοντας το με διαφορετικά λόγια, σε περίπτωση που υπάρχει φορολογική διαφορά υπέρ των κεφαλαιακών κερδών, οι επενδυτές θα αποδίδουν υψηλότερη αξία στις μετοχές που προσφέρουν χαμηλά μερίσματα. Αυτό συμβαίνει διότι τα κέρδη που προκύπτουν από τη δημιουργία κεφαλαιακών κερδών έχουν υψηλότερη μετά-φόρων αξία.

Σε μια κάπως ακραία σκέψη, θα μπορούσαμε να πούμε ότι σύμφωνα με αυτήν τη θεωρία, οι επιχειρήσεις δεν θα έπρεπε να καταβάλλουν καθόλου μερίσματα. Αντ' αυτού, θα έπρεπε να προβαίνουν σε συνεχείς επαναγορές μετοχών. Φυσικά, αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει στην επιβολή φόρων σχετικά με την επαναγορά μετοχών από την ίδια την επιχείρηση, προκειμένου να διατηρηθεί ισορροπία στη φορολογία. Για να αποφευχθεί αυτό, πολλές διοικήσεις, που χρησιμοποιούν την επαναγορά μετοχών, δικαιολογούν την πρακτική τους με άλλους λόγους, όπως ότι η ίδια τους η μετοχή αποτελεί εξαιρετική επένδυση, ότι επιθυμούν να διατηρήσουν αποθέματα ιδίων μετοχών για εξαγορές άλλων επιχειρήσεων, κ.λπ.

Σε αυτό το σημείο, είναι σημαντικό να αναφέρουμε τη μελέτη των Elton και Gruber (1970), οι οποίοι τονίζουν τον ρόλο των φόρων και τον τρόπο με τον οποίο οι φορολογικές κλίμακες επηρεάζουν την απόδοση που αναμένουν οι επενδυτές. Αναφέρουν ότι η παρακράτηση κερδών ή η διανομή τους στους μετόχους εξαρτάται από το επίπεδο φορολογίας των επενδυτών και ότι το κόστος παρακράτησης του κεφαλαίου είναι ισοδύναμο με την οριακή απόδοση των μετόχων σε ένα σημείο

όπου ο επενδυτής είναι αδιάφορος στο να επιλέξει μεταξύ εισοδήματος από μέρισμα ή παρακράτησης του κεφαλαίου.

Συνοψίζοντας, αναφέρουμε ότι αυτή η θεωρία βασίζεται κυρίως στο φαινόμενο της διαφορετικής φορολόγησης των κερδών ανάλογα με την πηγή προέλευσής τους σε πολλές χώρες. Ωστόσο, δεν πρέπει να παραβλέψουμε το γεγονός ότι, προκειμένου να ενσωματωθούν τα κέρδη κεφαλαίου στο εισόδημα κάθε επενδυτή, πρέπει αυτός να προβεί στην πώληση των μετοχών του, και, ως εκ τούτου, να αντιμετωπίσει ένα επιπλέον κόστος συναλλαγής. Αντίθετα, το κόστος αυτό, μαζί με τον αντίστοιχο φόρο, μπορεί να επιλέξει ο επενδυτής να το αναλάβει τη χρονική στιγμή που το επιθυμεί. Επιπλέον, ο φόρος στο μέρισμα επιβάλλεται άμεσα, με την καταβολή αυτών στους δικαιούχους τους.

2.2.3 Το μέρισμα δεν επηρεάζει την τιμή της μετοχής

Η άποψη που υποστηρίζει ότι η καταβολή μερίσματος δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης πρωτοπαρουσιάστηκε εκτενώς από τους Miller-Modigliani (MM) το 1961 και έλαβε σθεναρή υποστήριξη, τόσο από τους ίδιους όσο και από μια σειρά άλλων ερευνητών, όπως ο Black και ο Scholes. Στην ανάλυση της θεωρίας της μη σχετικότητας του μερίσματος από τους Miller-Modigliani, που θα εξετάσουμε στη συνέχεια, οι προαναφερθέντες ερευνητές υποστήριξαν τις απόψεις τους μέσω της εισαγωγής μιας σειράς υποθέσεων. Αυτές οι υποθέσεις απλούστευαν τη λειτουργία της οικονομίας και των αγορών, καθώς και τις προτιμήσεις των επενδυτών. Βασιζόμενοι σε ένα πλαίσιο όπου υποθέτουν την ύπαρξη τελείως αποτελεσματικών και ορθολογικών αγορών, καθώς και σε επενδυτές που λαμβάνουν αποφάσεις με βάση αυστηρά λογικά κριτήρια, διαμόρφωσαν το σκεπτικό τους και υποστήριξαν τη θεωρία τους, η οποία επισημαίνει ότι η καταβολή μερίσματος δεν έχει επίδραση στην αξία της μετοχής.

Η κύρια συνεισφορά της έρευνας των Miller-Modigliani (MM) έγκειται, αφενός, στον αναδειγμένο προβληματισμό των επιχειρήσεων σχετικά με τη μερισματική πολιτική και, αφετέρου, στον προσδιορισμό του πλαισίου για μια σειρά ερευνών, συμπεριλαμβανομένης και της παρούσας, που έχουν ως στόχο να συμβάλουν στην αντιμετώπιση ενός από τα πιο προβληματικά ζητήματα στον τομέα των επιχειρήσεων, δηλαδή την εύρεση της κατάλληλης μερισματικής πολιτικής.

Η πιο πρόσφατη κριτική που ασκήθηκε στο έργο των MM σχετικά με τη μη σχετικότητα του μερίσματος προέρχεται από τους DeAngelo και DeAngelo (2006). Οι DeAngelo και DeAngelo παρατηρούν ότι οι MM δεν λήψαν υπόψη τους την περίπτωση παρακράτησης εν μέρει ή πλήρων κερδών, αλλά αντίθετα, κατανέμονταν απευθείας τα αφελή κέρδη στους μετόχους, ακολουθώντας τη θεωρία των καταλοίπων. Με βάση αυτή την κριτική, η θεωρία των MM, που υποστηρίζει ότι η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης, ανατρέπεται, καθώς οι MM ακολούθησαν έμμεσα μια συγκεκριμένη μερισματική πολιτική που, με βάση τις υποθέσεις τους, μεγιστοποιούσε την αξία της επιχείρησης. Όπως θα εξετάσουμε παρακάτω, παρότι η μερισματική πολιτική των MM εξακολουθεί να μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης, δεν παρέχει, σύμφωνα με τους DeAngelo και DeAngelo, το σύνολο των εφικτών επιλογών εισοδηματικής πολιτικής για την επιχείρηση και τους επενδυτές.

2.3 Υποδείγματα μερισματικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων και οι προσδιοριστικοί παράγοντες του ύψους του μερίσματος – Υπόθεση {H₂}

Σειρά θεωρητικών και πρακτικών ερευνών, που παρουσιάζονται στη διεθνή βιβλιογραφία, έχουν ως στόχο να εξετάσουν τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων κατά την καταβολή μερίσματος. Η πρώτη ανάλυση σε αυτόν τον τομέα προέρχεται από τον Lintner (1956). Οι εν λόγω αναλύσεις στοχεύουν στην κατανόηση της επιχείρησης, εξετάζοντας την απόφασή της να καταβάλει μερίσμα και τον τρόπο με τον οποίο αυτή αποφασίζεται από το διοικητικό συμβούλιο. Σημαντικά αποτελέσματα από την έρευνα του Lintner (1956) και άλλες σχετικές εργασίες χρησιμοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της εμπειρικής έρευνας της παρούσας διατριβής.

2.3.1 Η εμπειρική έρευνα του Lintner (1956) και το συμπεριφοριακό υπόδειγμα μερισματικής πολιτικής που ανέπτυξε.

Το 1956, ο John Lintner διεξήγαγε μια έρευνα πάνω στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνταν στην αμερικανική αγορά. Κατά τη διάρκεια μιας έρευνας από το Harvard Business School που εξέταζε τα κέρδη και την

οικονομική λειτουργία, ο Lintner ανέδειξε παράγοντες που πιθανότατα επηρεάζουν τη διανομή κερδών επιχειρήσεων και, επομένως, έχουν άμεση επίδραση στον πλούτο των μετόχων και τη λειτουργία της οικονομίας.

Σύμφωνα με τον Lintner, στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, τα μερίσματα αποτελούν τον κυρίαρχο παράγοντα που καθορίζει τις αποφάσεις της επιχείρησης, παίζοντας ενεργό ρόλο που επηρεάζει όλες τις αποφάσεις της. Επίσης, υποστηρίζει πως η αποταμίευση, σε κάθε χρονική στιγμή, είναι αποτέλεσμα της μερισματικής πολιτικής, η οποία καθορίζεται από καθιερωμένες πρακτικές πολιτικές που η κάθε επιχείρηση προτιμά να διατηρεί αμετάβλητες, εκτός εάν υπάρχει σημαντικός λόγος για αλλαγή. Ένας άλλος παράγοντας που επηρεάζει τα κέρδη είναι η φορολογία, η οποία έχει άμεση επίδραση στα μερίσματα, καθώς μειώνει τα καθαρά κέρδη που διατίθενται για αυτά.

Η ερευνητική διαδικασία που πραγματοποίησε ο Lintner για την ανάλυση της μερισματικής πολιτικής βασίστηκε σε δύο διαφορετικές, αλλά συμπληρωματικές πηγές, καθώς η μία συμπληρώνει την άλλη. Καταρχάς, πραγματοποιήθηκαν συνεντεύξεις και συμπληρώθηκαν ερωτηματολόγια από τη διοίκηση των επιχειρήσεων. Αυτή η προσέγγιση επιτρέπει την κατανόηση των απόψεων και των στόχων των διοικήσεων, συμβάλλοντας στον εντοπισμό των παραγόντων που επηρεάζουν την τελική τους απόφαση σχετικά με τα μερίσματα.

Από την άλλη πλευρά, χρησιμοποιήθηκαν δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις. Αυτές οι καταστάσεις παρέχουν μια συνοπτική αναφορά σχετικά με τις τελικές αποφάσεις των διοικήσεων και τον τρόπο υλοποίησης των στόχων τους κατά τη διάρκεια της οικονομικής περιόδου. Με αυτόν τον τρόπο, η συνδυασμένη ανάλυση αυτών των δύο πηγών παρέχει ένα πλήρες πλαίσιο κατανόησης της μερισματικής πολιτικής και των κινητήριων δυνάμεων που καθορίζουν τις αποφάσεις των επιχειρήσεων σχετικά με αυτήν.

Στον σχεδιασμό της μερισματικής πολιτικής, ο Lintner επισημαίνει τη σημασία της λεπτομερούς εξέτασης διαφόρων παραγόντων που επηρεάζουν την επιχείρηση, και αυτό τόσο από τη σκοπιά της εξωτερικής αγοράς όσο και της εσωτερικής της δομής:

Όσον αφορά την αγορά, πρέπει να ληφθούν υπόψη τα εξής στοιχεία:

- Η προβλεπόμενη ανάπτυξη του κλάδου.
- Η φάση ανάπτυξης της αγοράς όσον αφορά τις επενδύσεις.
- Οι όροι δανεισμού που προσφέρονται στην αγορά.

- Το φορολογικό καθεστώς που επηρεάζει τα κέρδη.
- Το ποσοστό διανεμόμενων κερδών άλλων εταιριών και οι αποδόσεις εναλλακτικών χρεογράφων.

Σε ό,τι αφορά την επιχείρηση, πρέπει να ληφθούν υπόψη τα ακόλουθα:

- Η προβλεπόμενη ανάπτυξη των κερδών της επιχείρησης.
- Η φάση ανάπτυξης της αγοράς όσον αφορά τις επενδύσεις.
- Οι απαιτήσεις κεφαλαίου κίνησης.
- Οι ταμειακές ροές.
- Η πολιτική για δανεισμό και έκδοση μετοχών.
- Η οικονομική κατάσταση.
- Η εμπιστοσύνη της διοίκησης σχετικά με τις προβλέψεις για τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης.

Σχετικά με τους μετόχους, πρέπει να ληφθούν υπόψη τα εξής:

- Η αναλογία που επιθυμούν οι επενδυτές για άμεσο εισόδημα και μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη.
- Η επιθυμία των μετόχων για σταθερά ή μεταβαλλόμενα μερίσματα.
- Η αντίληψη της διοίκησης για το αν οι μέτοχοι προτιμούν σταθερά ή μεταβαλλόμενα μερίσματα.
- Η ταχύτητα προσαρμογής των μερισμάτων στον στόχο που έχει θέσει η διοίκηση (target payout ratio).

Ο Lintner, στην εμπειρική του έρευνα για τη θεωρία, ανέπτυξε το υπόδειγμα μερικής προσαρμογής (partial adjustment model). Το υπόδειγμα αυτό επιχειρεί να εξηγήσει τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων με βάση τις πληροφορίες που συλλέγονται από συνεντεύξεις. Προέβη, λοιπόν, στην απομόνωση των βασικότερων παραγόντων που καθορίζουν τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με τον Lintner, κάθε επιχείρηση i θέτει ως στόχο να διανέμει μέρισμα στους επενδυτές της βάσει των κερδών που πέτυχε. Ανεξάρτητα από τον στόχο ποσοστού που έχει θέσει (r_i , target dividend payout ratio), η επιχείρηση πληρώνει συνήθως διαφορετικό ποσοστό, καθώς το ποσοστό στόχος επηρεάζεται από τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν τη δεδομένη χρονική στιγμή.

Χρησιμοποιώντας το ποσοστό-στόχο, ο Lintner υπολόγισε το μέρισμα-στόχο (Dit^*), το οποίο θέλει να καταβάλει η επιχείρηση i στον χρόνο t . Αυτό το μέρισμα-στόχο

υπολογίζεται ως ποσοστό των πραγματικών κερδών της επιχείρησης i στη χρονική στιγμή t (E_{it}), δηλαδή $D_{it}^* = r_i E_{it}$.

Παρότι ο Lintner προσδιόρισε αυτό το μέρισμα-στόχο, το μέρισμα που πραγματικά καταβάλλεται στη χρονική στιγμή t (D_{it}), διαφέρει από το D_{it}^* . Συνεπώς, υποστήριξε ότι είναι πιο λογικό να εξεταστεί ένα υπόδειγμα που αναλύει τη μεταβολή στα μερίσματα μεταξύ των χρονικών στιγμών t και $t-1$, αντί να εξεταστεί το μέρισμα που καταβάλλεται ακριβώς στον χρόνο t .

Η χρήση των μεταβολών στα μερίσματα από χρόνο σε χρόνο είναι συνεπής με τη θεωρία του Lintner για τον μακροπρόθεσμο μέρισμα-στόχο. Δεν επηρεάζεται αν θεωρήσουμε ότι η πραγματική μεταβολή στο μέρισμα στο χρόνο t ($D_{it} - D_{i,t-1}$) ισούται με μια σταθερή ποσότητα (a_i) συν την ταχύτητα προσαρμογής του μερίσματος στο χρόνο $t-1$ στο μέρισμα-στόχο στον χρόνο t ($D_{it}^* - D_{i,t-1}$).

Συνεπώς, το τελικό υπόδειγμα του Lintner εκφράζεται ως εξής:

$$D_{it} - D_{i,t-1} = a_i + c_i r_i E_{it} - c_i D_{i,t-1} \quad (2.2)$$

Εκεί όπου D_{it} αναφέρεται στο πραγματικό μέρισμα καταβαλλόμενο στο χρονικό σημείο t , E_{it} αναπαριστά τα κέρδη που έχει επιτύχει η επιχείρηση στο ίδιο χρονικό σημείο, c_i αναπαριστά τον συντελεστή προσαρμογής που δηλώνει την ταχύτητα με την οποία το μέρισμα προσαρμόζεται στον στόχο που έχει θέσει η επιχείρηση στο χρόνο $t-1$, και τέλος, ο όρος r_i αναφέρεται στον μακροπρόθεσμο στόχο-μέρισμα της επιχείρησης. Αυτό το θεωρητικό υπόδειγμα μπορεί να αναλυθεί οικονομετρικά μέσω του παρακάτω υποδείγματος:

$$\Delta D_{it} = a_i + \beta_1 E_{it} + \beta_2 D_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad (2.3)$$

Σε απλά λόγια, ο Lintner δημιούργησε ένα υπόδειγμα για να εξηγήσει πώς οι επιχειρήσεις αποφασίζουν να καταβάλλουν μερίσματα στους μετόχους τους με βάση τις κερδοφορίες τους. Το υπόδειγμα αυτό λαμβάνει υπόψη παράγοντες όπως η αναμενόμενη ανάπτυξη της αγοράς, οι όροι δανεισμού, η φορολογία και άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τη διανομή μερισμάτων.

Στη συνέχεια, με βάση αυτό το υπόδειγμα, εκτίμησε πώς οι εταιρείες προσαρμόζουν τα μερίσματά τους στον μακροπρόθεσμο στόχο τους. Η ανάλυσή του έδειξε πως το υπόδειγμα αυτό εξηγεί το 85% των μεταβολών στα μερίσματα από έτος σε έτος. Οι μεταβλητές που περιλαμβάνονται στο υπόδειγμα, όπως ο συντελεστής προσαρμογής και ο μακροπρόθεσμος στόχος-μέρισμα, αποδείχθηκαν σημαντικές στατιστικά.

Αυτό το υπόδειγμα που παρουσίασε ο Lintner άνοιξε νέους ορίζοντες στην έρευνα για τη μερισματική πολιτική, καθώς είναι ένα από τα πιο αναγνωρίσιμα στη διεθνή βιβλιογραφία. Επιπλέον, επαληθεύτηκε πολλές φορές από άλλες έρευνες σε διάφορες χώρες και χρονικές περιόδους, επιβεβαιώνοντας τα αποτελέσματα που προέκυψαν αρχικά από την ανάλυση του Lintner.

2.4 Κόστος Αντιπροσώπησης και Μερισματική Πολιτική – Υπόθεση {H₃}

Τα κέρδη που προκύπτουν από τη λειτουργία μιας επιχείρησης διατίθενται τόσο για την αμοιβή των μετόχων της όσο και για την υποστήριξη των δραστηριοτήτων της. Αυτές οι δραστηριότητες περιλαμβάνουν την καθημερινή λειτουργία, τις επενδύσεις, τη χρήση κεφαλαίων, καθώς και τις χρηματοοικονομικές και οικονομικές αποφάσεις. Αυτή η κατάσταση έχει ως αποτέλεσμα το ποσοστό των κερδών που διατίθενται ως μέρισμα να επηρεάζει τη δομή των κεφαλαίων, τη χρηματοοικονομική δομή και τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης. Αναπόφευκτα, αυτό επηρεάζει επίσης την αξία της επιχείρησης στην αγορά.

Η επιχείρηση αποτελεί έναν σύνθετο οργανισμό με διάφορες δυνάμεις που έχουν διαφορετικούς στόχους και συμφέροντα, τα οποία συγκρούονται μεταξύ τους. Η θεωρία του κόστους αντιπροσώπησης ασχολείται με τις σχέσεις μεταξύ των μετόχων, της διοίκησης και των τρίτων - δανειστών της επιχείρησης, εξετάζοντας πώς η πολιτική των μερισμάτων επηρεάζει τον τρόπο ανάπτυξής της. Σε αυτό το πλαίσιο, κάθε πλευρά υπερασπίζεται τα δικά της συμφέροντα.

Οι μέτοχοι αντιπροσωπεύουν τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης, και τα συμφέροντά τους έχουν προτεραιότητα έναντι των δραστηριοτήτων της διοίκησης. Ταυτόχρονα, οι χρεώστες της επιχείρησης διαθέτουν τη δυνατότητα να ασκήσουν επιρροή, είτε τυπικά είτε ουσιαστικά, στις αποφάσεις που λαμβάνει αυτή. Αυτές οι

αλληλεπιδράσεις χαρακτηρίζονται στη διεθνή βιβλιογραφία ως σχέσεις αντιπροσώπευσης.

Έτσι, παρατηρούμε ότι η λειτουργία της επιχείρησης αποτελείται από τρεις βασικές οντότητες: τους μετόχους, τη διοίκηση και τους δανειστές. Ο ρόλος της διοίκησης είναι να λαμβάνει αποφάσεις που επηρεάζουν άμεσα τους μετόχους και τους τρίτους δανειστές της επιχείρησης.

Οι σχέσεις που αναπτύσσονται μεταξύ αυτών των τριών πλευρών και οι πιθανές συγκρούσεις τους είναι πολλαπλές. Μπορούμε να κατηγοριοποιήσουμε αυτές τις συγκρούσεις σε δύο κύριες ομάδες. Η πρώτη αναλύει τη σχέση μεταξύ των μετόχων και της διοίκησης, ενώ η δεύτερη εξετάζει τη σχέση μεταξύ της επιχείρησης (συμπεριλαμβανομένης της διοίκησης και των μετόχων ως κοινής ομάδας) και των δανειστών. Σύμφωνα με έρευνες, η ανάλυση αυτών των δύο σχέσεων μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την κατανόηση οποιωνδήποτε άλλων αλληλεπιδράσεων εντός της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένων των σχέσεων μεταξύ των μετόχων και των υπόλοιπων εργαζομένων, συμπεριλαμβανομένων των υποεργολάβων, με τους οποίους η επιχείρηση ενδέχεται να συνεργάζεται.

2.5 Ασύμμετρη Πληροφόρηση, Σηματοδότηση και Μερισματική Πολιτική – Υπόθεση {H₄}

Η αποτελεσματικότητα της αγοράς αποτελεί κεντρικό θέμα σε πολλές ερευνητικές εργασίες στον χώρο της χρηματοοικονομικής και της λειτουργίας των αγορών. Ένα βασικό ερώτημα που ενδιαφέρει είναι αν οι αγορές λειτουργούν αποτελεσματικά ή όχι, καθώς και σε ποιον βαθμό. Αυτά τα ερωτήματα έχουν απασχολήσει επί σειρά δεκαετιών πολλούς ερευνητές.

Η βασική προσοχή των ερευνών σχετικά με την αποτελεσματικότητα των αγορών επικεντρώνεται στο εάν και πόσο γρήγορα οι αγορές ενσωματώνουν τις πληροφορίες της αγοράς στις τιμές των χρηματοοικονομικών εργαλείων που διαπραγματεύονται. Η σημασία αυτού του ερωτήματος αντικατοπτρίζεται στο γεγονός ότι οι Miller-Modigliani πρότειναν μια σειρά υποθέσεων που συνέβαλαν στην αποτελεσματική λειτουργία των αγορών.

Σύμφωνα με τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης στις αγορές και τη χρήση του μερίσματος ως μέσου σηματοδότησης, τα μερίσματα μπορούν να λειτουργήσουν ως δείκτες για την ποιότητα της επιχείρησης και των επενδύσεων

της. Η θεωρία αυτή έγινε ευρέως γνωστή με το άρθρο του Akerlof (1970), όπου περιγράφεται η αγορά των "λεμονιών". Συμπεράσματα από επόμενες μελέτες στη διεθνή βιβλιογραφία επικεντρώνονται στη θεωρία που υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα μερίσματα για να αναδείξουν την πραγματική αξία των δραστηριοτήτων τους στην αγορά.

Η προαναφερθείσα θέση, όπως προκύπτει από πολλές μελέτες που παρουσιάζονται εδώ, καθορίζει μια βασική λειτουργία των μερισμάτων, και αυτή είναι η μεταφορά πληροφοριών. Για να επιτευχθεί αυτό, προϋποθέτει ότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων λειτουργούν αποκλειστικά με σκοπό την εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων. Κατά συνέπεια, οι διοικητικοί στελέχη χρησιμοποιούν τα μερίσματα ως ένδειξη, επιδιώκοντας να μεγιστοποιήσουν την πλούσια πληροφόρηση για την πορεία της επιχείρησης, προσφέροντας έτσι στους επενδυτές τη δυνατότητα για πιο ακριβή αξιολόγηση της εταιρίας.

Τα ερωτήματα που προκύπτουν από τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης και οι απαντήσεις που δίνονται σε αυτά έχουν αποτελέσει αντικείμενο εκτενών διεθνών ερευνών. Στα πλαίσια αυτών των ερευνών, έχουν εξεταστεί ποικίλα φαινόμενα που επηρεάζουν τη θεωρία του σήματος και την αντίδραση της αγοράς στην αξία μιας επιχείρησης. Παραδείγματα περιλαμβάνουν τα κόστη συναλλαγών που η επιχείρηση πρέπει να αντιμετωπίσει για να εκφράσει την ποιότητα των επενδύσεων της (Bhattacharya, 1979), τις υψηλές μερισματικές αποδόσεις ακόμα και υπό συνθήκες αρνητικής φορολογίας, την καταβολή μερίσματος με ταυτόχρονη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου (John και Williams, 1985), την έναρξη καταβολής μερίσματος από μια επιχείρηση, η οποία, σύμφωνα με τους Howe και Shen (1998), αντιλαμβάνεται ως μια κίνηση όπου το σήμα είναι κάθε φορά μια ξεχωριστή περίπτωση, κ.λπ.

Αξιοσημείωτο είναι ότι πολλές μελέτες (DeAngelo et.al., 1996 και 2000, Yoon και Starks, 1995, Bernhards, Douglas και Robertson, 2004) αναφέρουν ότι δεν υπάρχουν σημαντικά ευρήματα που να υποστηρίζουν πλήρως τη θεωρία του σήματος. Παράλληλα, υπάρχουν και πολλές μελέτες (όπως αυτές των Balachandran και Nguyen, 2004, Beer, 1993, Brook και Hendershott, 1998, και Lipson, Maquieira και Megginson, 1998), των οποίων τα εμπειρικά αποτελέσματα υποστηρίζουν εν μέρει τη θεωρία του σήματος.

Η πληροφορία που παρέχεται μέσω των μερισμάτων μπορεί να επηρεάσει την τιμή της μετοχής κατευθυντικά, είτε αρνητικά, είτε θετικά, είτε ουδέτερα. Είναι λογικό να

πιστεύουμε ότι μια αύξηση των μερισμάτων θα έχει θετική επίδραση στην αξία μιας επιχείρησης, αλλά είναι αυτό πάντα σωστό; Το βασικό ερώτημα είναι εάν η αύξηση των μερισμάτων πρέπει να επηρεάζει θετικά και αποκλειστικά την αξία της επιχείρησης, ή εάν αυτό εξαρτάται τόσο από τις συνθήκες της αγοράς όσο και από τη λειτουργία της επιχείρησης. Είναι σωστό να υποστηρίξουμε ότι μια θετική ή αρνητική μεταβολή στα μερίσματα θα πρέπει πάντα να επηρεάζει θετικά ή αρνητικά την αξία της επιχείρησης, εφαρμόζοντας ένα απλό μοντέλο προεξόφλησης ροών, ή αν πρέπει να εξετάσουμε τα μερίσματα κατά περίπτωση, αποφασίζοντας ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς και τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης.

Ποια είναι τα στοιχεία που ο επενδυτής πρέπει να λαμβάνει υπόψη από μια ανακοίνωση αύξησης, μείωσης, μη απόδοσης ή απλής αναθεώρησης των μερισμάτων; Τελικά, χρησιμοποιεί η διοίκηση τα μερίσματα για να δείξει στους μετόχους την ποιότητα των επενδύσεών της και να σηματοδοτήσει τη μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης, ή απλά το μέρισμα αντιπροσωπεύει ένα ποσοστό επί των καθαρών κερδών της επιχείρησης; Όλα αυτά αποτελούν ερωτήματα που διαμορφώνουν τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης και τη χρήση των μερισμάτων ως μέσο σηματοδότησης από τη διοίκηση, προκειμένου να αποκαλύψει την πραγματική αξία της επιχείρησης.

Όλες οι θεωρίες, τα υποδείγματα και οι εμπειρικές έρευνες που έχουν διεξαχθεί έχουν ένα κοινό στοιχείο και μια κοινή υπόθεση: οι διευθυντές διαθέτουν εσωτερική πληροφόρηση και χρησιμοποιούν τα μερίσματα για να αποκαλύψουν την ειδική πληροφορία που κατέχουν στην αγορά. Για να επιτύχει αυτή η στρατηγική, οι επιχειρήσεις που δεν έχουν τόσο ισχυρά επιχειρηματικά σχέδια όσο άλλες πρέπει να είναι ειλικρινείς και να αποκαλύπτουν την κατάλληλη πληροφορία στην αγορά με τον σωστό τρόπο. Οι θεωρίες αυτές έθεσαν τις βάσεις για την πληρωμή των μερισμάτων και εστίασαν το ενδιαφέρον των ερευνητών στο πώς οι ανακοινώσεις αυτές επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης μέσω της πληροφόρησης που περιέχουν. Η ασύμμετρη πληροφόρηση έχει σημαντική επίδραση όταν μια επιχείρηση έχει κίνητρα να αποκαλύψει την πραγματική της αξία στην αγορά. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι όταν μια εταιρία σκοπεύει να προχωρήσει σε πώληση μετοχών ή να εκδώσει ομόλογο. Σε και τα δύο αυτά σενάρια, η επιχείρηση επιδιώκει να μεγιστοποιήσει την αξία της, επιδιώκοντας την καλύτερη δυνατή πώληση στην αγορά. Μια άλλη περίπτωση όπου η επιχείρηση θέλει να αποκαλύψει την

πληροφορία που κατέχει και να μεγιστοποιήσει την αξία της είναι όταν αντιμετωπίζει μια μη επιθυμητή προσπάθεια εξαγοράς.

Σε περίπτωση που η πληροφορία που κρατάει η διοίκηση είναι ευνοϊκή για την επιχείρηση αλλά δεν έχει αποκαλυφθεί, η αγορά ενδέχεται να υποτιμήσει την αξία της επιχείρησης. Σε αυτή την περίπτωση, η νέα έκδοση μετοχών από την επιχείρηση θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη μείωση του ποσοστού συμμετοχής των ιδιοκτητών της επιχείρησης σε σχέση με τη μείωση που θα συνέβαινε αν η αγορά γνώριζε για αυτήν την πληροφορία. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η μετοχή της εταιρίας θα είχε υψηλότερη αγοραία αξία.

Στο άρθρο του Bhattacharya (1979), παρουσιάζεται το μοντέλο όπου οι διοικήσεις των επιχειρήσεων χρησιμοποιούν το μέρισμα για να στείλουν σήματα σχετικά με την ποιότητα των επενδυτικών προγραμμάτων που έχουν υιοθετήσει. Ο Bhattacharya θεωρεί ότι το καλύτερο μέτρο για την ποιότητα των επενδυτικών προγραμμάτων είναι η αναμενόμενη κερδοφορία της επένδυσης, η οποία, ωστόσο, είναι πλήρως κατανοητή μόνο από τους διαχειριστές της εταιρείας. Μια βασική υπόθεσή του είναι ότι η επιχείρηση δεν μπορεί να καλύψει το μέρισμα μόνο από τα κέρδη των επενδυτικών προγραμμάτων και χρειάζεται να αναζητήσει εξωτερική χρηματοδότηση, προκειμένου να εκπληρώσει αυτήν την βραχυπρόθεσμη υποχρέωση. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αντιμετώπιση επιπλέον κοστών συναλλαγών, τα οποία αναμένεται να είναι χαμηλότερα για μια επιχείρηση με υψηλής ποιότητας επενδυτικά προγράμματα σε σύγκριση με μια επιχείρηση με χαμηλότερης ποιότητας επενδυτικά προγράμματα.

Στο άρθρο του John και Williams (1985), περιγράφεται ένα μοντέλο που εξηγεί το φαινόμενο των υψηλών μερισματικών αποδόσεων που εμφανίζουν πολλές εταιρείες, ακόμα και υπό συνθήκες αρνητικών φορολογικών επιπτώσεων. Οι John και Williams εξετάζουν τους λόγους που οδηγούν τις επιχειρήσεις να επιλέγουν τα μετρητά ως μέσο διανομής μερισμάτων, αντί για άλλες επιλογές, όπως οι επαναγορές μετοχών. Εστιάζουν επίσης στις πρακτικές των επιχειρήσεων που συνδυάζουν τη διανομή μερισμάτων με μετρητά και αυξήσεις στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Αναφέρουν ότι αυτό συμβαίνει με σκοπό τη μείωση του κινδύνου υποτίμησης της αξίας της επιχείρησης από την αγορά. Τέλος, αναλύουν την παρουσία μετρητών στους μέτοχους και τη συγχρόνως επαναγορά μετοχών, επισημαίνοντας ότι αυτή η στρατηγική είναι εφικτή όταν οι λειτουργικές ταμειακές ροές είναι επαρκείς για να καλύψουν τις ανάγκες των μετόχων σε μετρητά. Στα

συμπεράσματά τους, επισημαίνουν δύο βασικά σημεία. Πρώτον, σύμφωνα με την υπόθεση ότι η θεωρία της σηματοδότησης λειτουργεί αποτελεσματικά, επιχειρήσεις με υψηλά μελλοντικά λειτουργικά έσοδα παρέχουν μεγαλύτερα μερίσματα. Δεύτερον, η αποτελεσματική πολιτική μερισμάτων προτείνει την εξομάλυνση των μερισμάτων με την πάροδο του χρόνου, προκειμένου να μειωθούν οι διακυμάνσεις σε σχέση με τα κέρδη της επιχείρησης.

Οι John και Nachman (1986) παρουσίασαν μια παραλλαγή του μοντέλου που προτάθηκε από τους John και Williams (1985). Σύμφωνα με τις υποθέσεις τους, τα μερίσματα πηγάζουν από δύο κύριους παράγοντες. Κατ' αρχήν, από τη συνολική χρηματοδότηση της επιχείρησης, η οποία προέρχεται τόσο από τους ιδιοκτήτες όσο και από την ίδια την επιχείρηση. Δεύτερον, από το βαθμό αισιοδοξίας που εκφράζει η επιχείρηση για τα επενδυτικά της σχέδια, λαμβάνοντας υπόψη την εσωτερική - ιδιωτική πληροφόρηση που διαθέτει.

Συνεπώς, όταν η επιχείρηση διαθέτει θετική εσωτερική πληροφόρηση και εκφράζει υψηλό βαθμό αισιοδοξίας για τα επενδυτικά προγράμματα της, προτιμά να χρηματοδοτήσει αυτά χρησιμοποιώντας κυρίως εξωτερικό δανεισμό. Αντίθετα, όταν η εσωτερική πληροφόρηση της επιχείρησης συμβαδίζει με αυτήν της αγοράς, η επιχείρηση αποφασίζει αποτελεσματικά να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις της αναζητώντας εξωτερικό δανεισμό, εξασφαλίζοντας υψηλά κεφάλαια που καλύπτουν τις επενδύσεις που θέλει να πραγματοποιήσει αμέσως, καθώς και ένα μέρος των μελλοντικών επενδύσεών της.

Σύμφωνα με την ανάλυση των John και Nachman, σε και τις δύο περιπτώσεις που περιγράφουν - με την πρώτη να διαθέτει την πρώτη εσωτερική πληροφόρηση και τη δεύτερη όχι - το ιδανικό μέρισμα που πρέπει να καθορίσουν οι επιχειρήσεις παραμένει ουσιαστικά ίδιο και χαρακτηρίζεται από σταθερότητα, ακόμα και στην περίπτωση όπου τα κέρδη διαφέρουν σημαντικά.

Οι Miller και Rock (1985) στο μοντέλο τους παρουσιάζουν την ιδέα ότι οι διευθυντές των εταιρειών διαθέτουν εμπιστευτική ενδοεταιρική πληροφόρηση σχετικά με τα κέρδη της εταιρείας, τα οποία χρησιμοποιούνται για την απόδοση μερίσματος στους μετόχους και για την υλοποίηση νέων επενδυτικών προγραμμάτων. Σύμφωνα με τις υποθέσεις τους, τα κέρδη και το επίπεδο των επενδύσεων δεν είναι άμεσα παρατηρήσιμα από τους επενδυτές. Αυτό οδηγεί στον συχνό προσδιορισμό της τιμής των μετοχών σε επίπεδο χαμηλότερο από την πραγματική τους αξία όταν οι μετόχοι προβαίνουν σε πώληση.

Υποθέτοντας ότι οι διευθυντές επιδιώκουν απόλυτα το συμφέρον των μετόχων, η διοίκηση της εταιρείας επιθυμεί να μεταφέρει την εσωτερική πληροφορία που διαθέτει προς τους μετόχους, προκειμένου αυτοί να μην προβαίνουν σε πωλήσεις σε τιμή χαμηλότερη από την πραγματική αξία των μετοχών. Στο πλαίσιο αυτό, οι Miller και Rock αναφέρουν ότι μια εταιρεία με εξαιρετικές προοπτικές προτιμά να υποεπενδύσει, χρησιμοποιώντας μέρος του κεφαλαίου για να αυξήσει τα μερίσματά της. Έτσι, επιδιώκει να επιτύχει μια υψηλότερη τιμή για τις μετοχές της. Αντίθετα, σε εταιρείες με λιγότερο ευνοϊκές προοπτικές, μια αύξηση των μερισμάτων για τη θετική επίδραση στην τιμή των μετοχών δεν είναι εφικτή, καθώς η εταιρεία πρέπει να παρέχει κεφάλαια που χρειάζεται για να δημιουργήσει κέρδος. Συνεπώς, το κόστος της καταβολής υψηλών μερισμάτων αποτρέπεται στις εταιρείες αυτές.

Στην εργασία τους, οι De Angelo, De Angelo και Skinner (1996) εξετάζουν το περιεχόμενο των σημάτων που παρέχουν οι επιχειρηματικές διοικήσεις μέσω των μερισμάτων σε ένα δείγμα 145 επιχειρήσεων, οι οποίες είναι καταχωρημένες στο NYSE και παρουσιάζουν μείωση των κερδών μετά από εννέα συναπτά έτη αύξησης. Χρησιμοποιώντας διάφορες εκδοχές του μοντέλου τους και εξετάζοντας τα σήματα που προκύπτουν από την καταβολή των μερισμάτων, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα μερίσματα δεν παρέχουν ιδιαίτερη πληροφόρηση που να συμβάλλει στον εντοπισμό μεγαλύτερων μελλοντικών κερδών. Κατά την άποψή τους, αυτό συμβαίνει πιθανόν για δύο λόγους. Πρώτον, η υπεραισιοδοξία των διευθυντών, οι οποίοι υπερεκτιμούν τα μελλοντικά κέρδη όταν οι προοπτικές ανάπτυξης είναι χαμηλές. Δεύτερον, οι διευθυντές δεσμεύονται μετριοπαθώς, καθώς αναφέρουν αυξήσεις των μερισμάτων, με αποτέλεσμα να υποβαθμίζουν τη δύναμη των μερισμάτων ως μέσο σήματος.

Σε μια επόμενη έρευνα (De Angelo, De Angelo και Skinner, 2000), επικεντρώνονται στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων που είναι καταχωρημένες στο NYSE, με έμφαση στα έκτακτα μερίσματα. Στα συμπεράσματά τους παρουσιάζουν τέσσερα βασικά ευρήματα. Πρώτον, τα έκτακτα μερίσματα καταβάλλονταν συχνά στο παρελθόν, ενώ τώρα καταβάλλονται σπανίως. Δεύτερον, οι επιχειρήσεις τυπικά καταβάλλουν μη τακτικά μερίσματα με σχεδόν την ίδια προβλεψιμότητα όπως τα τακτικά μερίσματα. Τρίτον, παρά τη μεγάλη μείωση των έκτακτων μερισμάτων, οι περιπτώσεις καταβολής υψηλών έκτακτων μερισμάτων έχουν αυξηθεί τα τελευταία χρόνια. Τέταρτον, τα έκτακτα μερίσματα δεν έχουν αντικατασταθεί από τη χρήση της μεθόδου επαναγοράς μετοχών. Στα σχόλιά τους, υποστηρίζουν ότι η

πιθανότερη εξήγηση για τη μείωση των χαμηλής αξίας έκτακτων μερισμάτων είναι ότι η προβλεψιμότητά τους τα καθιστά στενά υποκατάστατα των τακτικών μερισμάτων. Αντίθετα, τα υψηλά τακτικά μερίσματα παραμένουν ακέραια μεγέθη, καθώς το μέγεθός τους απομονώνει αυτόματα από τα τακτικά μερίσματα.

Στο άρθρο της Beer (1993), δίνεται έμφαση στην αντίδραση της αγοράς μετοχών του χρηματιστηρίου των Βρυξελλών έναντι των μεταβολών στα μερίσματα και τη σχέση αυτών με την αποκαλυπτόμενη πληροφορία μέσω του μερίσματος από τις επιχειρήσεις. Η συγκεκριμένη μελέτη αναφέρει σημαντικές αποκλίσεις στη συμπεριφορά των επενδυτών στο Βέλγιο σε σύγκριση με τη συμπεριφορά των επενδυτών στις ΗΠΑ. Στο χρηματιστήριο των Βρυξελλών, η αντίδραση της αγοράς σε μια απρόβλεπτη μεταβολή του μερίσματος είναι ασθενής και στατιστικά μη σημαντική. Αντίστοιχα, η έναρξη καταβολής μερισμάτων προκαλεί επίσης περιορισμένη αντίδραση. Σε περιπτώσεις όπου συμβαίνουν και τα δύο ταυτόχρονα - δηλαδή η επιχείρηση διαφαίνει πληροφορίες μέσω του μερίσματος και ταυτόχρονα ξεκινά η καταβολή μερίσματος - η αντίδραση της αγοράς είναι συγκρίσιμη με αυτή που παρατηρείται σε πολλές ερευνητικές εργασίες στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών.

Στο άρθρο των Yoon και Starks (1995), εξετάζονται οι πιθανοί λόγοι που επηρεάζουν τον πλούτο των μετόχων πριν και μετά την ανακοίνωση μεταβολών στα μερίσματα. Στα αποτελέσματά τους, αναφέρουν ότι δεν εντοπίζουν κάποια νέα πληροφορία σχετικά με τις επενδύσεις που επιλέγουν οι διευθυντές κατά την περίοδο ανακοίνωσης του μερίσματος. Επίσης, διαπιστώνουν ότι οι αυξήσεις του μερίσματος σχετίζονται με συνεχόμενες αυξήσεις των κεφαλαιακών εξόδων για τα επόμενα τρία έτη από τη μεταβολή του μερίσματος. Τέλος, αναφέρουν ότι οι ανακοινώσεις μεταβολών στα μερίσματα σχετίζονται με τις αναθεωρήσεις των προβλέψεων των κερδών για το επίπεδο των πραγματοποιηθέντων κερδών.

Στη διερεύνησή τους, οι Balachandran και Nguyen (2004) εξετάζουν τον αντίκτυπο της ανακοίνωσης καταβολής μη τακτικού μερίσματος, χρησιμοποιώντας δείγμα επιχειρήσεων από την Αυστραλία, καλύπτοντας την περίοδο 1989-2002. Στα ευρήματά τους παρουσιάζουν την αντίδραση της τιμής των μετοχών πριν και μετά την ανακοίνωση μη τακτικών μερισμάτων. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, παρατηρούν ότι η προσαρμοσμένη στον κίνδυνο μεταβολή της τιμής είναι θετική και στατιστικά σημαντική, με μέσο όρο αύξησης 3,67%. Όταν υπάρχει έναρξη καταβολής μη τακτικού μερίσματος, παρατηρούν ότι η θετική επίδραση στην τιμή

είναι ακόμα μεγαλύτερη, με μέσο όρο 4,68. Η διακύμανση της τιμής κατά την ανακοίνωση μη τακτικού μερίσματος συνδέεται με το μέγεθος του μη τακτικού μερίσματος που ανακοινώνεται, την ιστορική καταβολή μη τακτικού μερίσματος, τυχόν μη φυσιολογικές χρηματοοικονομικές ροές προς το τέλος της περιόδου ανακοίνωσης του μη τακτικού μερίσματος, τα σχέδια επανεπένδυσης των μερισμάτων (DRP), και το εάν έχει ήδη ανακοινωθεί έμμεσα η καταβολή μη τακτικού μερίσματος. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η θεωρία του σήματος και της πληροφόρησης μέσω του μερίσματος υποστηρίζεται όταν ανακοινώνεται η καταβολή μη τακτικού μερίσματος, κυρίως όταν δεν υπάρχουν σχέδια επανεπένδυσης μερίσματος, ενώ υποστηρίζεται μερικώς όταν υπάρχουν τέτοια σχέδια.

Στην έρευνά τους, οι Bernhardt, Douglas και Robertson (2004) εξετάζουν την υπόθεση που εμφανίζεται σε πολλά υποδείγματα σηματοδότησης του μερίσματος. Αυτή η υπόθεση προβλέπει ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός φορολόγησης των μερισμάτων σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, τόσο περισσότερη πληροφορία αποκαλύπτεται μέσω της μερισματικής απόδοσης. Επικεντρώνονται στην εξέταση της μονοτονικότητας αυτής της σχέσης, η οποία καθορίζει τη θετική συσχέτιση μεταξύ του σχετικού φορολογικού μειονεκτήματος των μερισμάτων και της ποσότητας της πληροφορίας που διαχέεται μέσω του σήματος του μερίσματος.

Στα συμπεράσματά τους, αναφέρουν ότι δεν μπορούν να αποκλείσουν την υπόθεση ότι οι φορολογικές κατηγορίες είναι ανεξάρτητες από τις υπερβάλλουσες αποδόσεις που συνδέονται με τις μεταβολές του σήματος που φέρει το μέρισμα. Ωστόσο, με μια πιο λεπτομερή ανάλυση, παρατηρούν ότι αυτή η σχέση δεν ισχύει για διάφορα επίπεδα σήματος, κάτι που αντιβαίνει στη θεωρία του σήματος. Συνεπώς, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα υπάρχοντα υποδείγματα σηματοδότησης του μερίσματος δεν είναι ικανά να εξηγήσουν πλήρως τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.

Στην έρευνά της, η Fuller (2003) εξετάζει τον τρόπο με τον οποίο η συμπεριφορά των επενδυτών στην αγορά επηρεάζει την ανάγκη των επιχειρήσεων να προβαίνουν σε αλλαγές στο μέρισμα με σκοπό να αποκαλύψουν εσωτερική πληροφόρηση στην αγορά. Στο πλαίσιο του μοντέλου, υπάρχουν οι "πληροφορημένοι" συναλλασσόμενοι, οι οποίοι διαθέτουν ιδιωτική πληροφόρηση για την πραγματική αξία της επιχείρησης, και οι "μη πληροφορημένοι" συναλλασσόμενοι, οι οποίοι δεν έχουν πραγματική πληροφόρηση για την αξία της

επιχείρησης. Η ιδιωτική αυτή πληροφόρηση δεν αντικατοπτρίζεται πλήρως στην τιμή της αγοράς. Παρόλα αυτά, καθώς αυξάνεται ο αριθμός των πληροφορημένων συναλλασσομένων, περισσότερη πληροφόρηση διαχέεται μέσω της τιμής ισορροπίας της μετοχής στην αγορά, προκαλώντας την αξία της μετοχής να φτάνει στην πραγματική της αξία. Ως αποτέλεσμα, όσο περισσότερη πληροφόρηση διαχέεται στην αγορά, τόσο μικρότερη είναι η αντίδραση της τιμής σε μια αύξηση του μερίσματος. Επιπλέον, σύμφωνα με το υπόδειγμα, η αντίδραση της τιμής σε ένα σήμα εξαρτάται από την ανομοιότητα μεταξύ της ζήτησης για αγορά και πώληση πριν το σήμα, ενώ όσο περισσότεροι είναι οι πληροφορημένοι επενδυτές, τόσο μεγαλύτερη είναι η αύξηση του μερίσματος.

2.6 Φορολογία και Μερισματική Πολιτική – Υπόθεση {H₅}

Σύμφωνα με τα υποδείγματα αξιολόγησης επιχειρήσεων, η αξία μιας επιχείρησης υπολογίζεται λαμβάνοντας υπόψη και αφαιρώντας τις φορολογικές υποχρεώσεις που επιβαρύνουν την επιχείρηση. Με άλλα λόγια, η φορολογική νομοθεσία και οι σχετικές φορολογικές υποχρεώσεις αποτελούν παράγοντα που ασκεί αρνητική επίδραση στην αξία της επιχείρησης. Κατά συνέπεια, οι διαφορές στη φορολογία έχουν άμεσες και ξεχωριστές επιπτώσεις στην καθορισμένη τιμή της. Αυτή η κατάσταση δημιουργεί ποικίλες διαφορές στον υπολογισμό της συνολικής αξίας της επιχείρησης, καθώς η φορολογική νομοθεσία επηρεάζει την αξία του αγαθού με βάση τους ισχύοντες φορολογικούς συντελεστές.

Σύμφωνα με το παραπάνω σκεπτικό, η διαφορετική φορολογική μεταχείριση των κερδών από μεταβολή της αξίας του κεφαλαίου, σε σύγκριση με τα κέρδη που προκύπτουν από καταβολές μερισμάτων, μπορεί να επηρεάσει τις μετά φόρων αποδόσεις των επενδυτών. Αναμένεται, συνεπώς, αυτό το φαινόμενο να επηρεάσει άμεσα τις προτιμήσεις των επενδυτών και να επιδράσει στη ζήτηση για καταβολή μερισμάτων στην αγορά. Επιπλέον, η φορολογία μπορεί να επηρεάσει τις αποφάσεις της διοίκησης, η οποία, με στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, μπορεί να αλλάξει τις προσφερόμενες πολιτικές μερισμάτων.

Σύμφωνα με τη θεωρία της πελατειακής συμπεριφοράς και τη σχέση των επενδυτών με το φόρο, υπάρχουν επενδυτές που, λόγω φορολογικών λόγων, προτιμούν να μη λαμβάνουν μέρισμα, ενώ υπάρχουν και άλλοι που επιθυμούν να λαμβάνουν μέρισμα για τους ίδιους λόγους. Σύμφωνα με τους Ξανθάκη και Αλεξάκη

(2006), οι επενδυτές, λαμβάνοντας υπόψη τη φορολογία, αντιδρούν στις μεταβολές του μερίσματος με το να πωλούν ή αγοράζουν μετοχές με βάση τις φορολογικές επιβαρύνσεις τους. Από τη μία πλευρά, επενδυτές με υψηλούς φορολογικούς συντελεστές προτιμούν να επενδύουν σε μετοχές που προσφέρουν χαμηλά μερίσματα, προκειμένου να περιορίσουν τον φόρο που υπόκεινται. Από την άλλη, οι μέτοχοι με χαμηλούς φορολογικούς συντελεστές επιθυμούν τη λήψη μερισμάτων για να αποφύγουν τα κόστη συναλλαγής και να μειώσουν την αβεβαιότητα σχετικά με τα κεφαλαιακά τους κέρδη.

Η πρώτη μελέτη που εξέτασε την επίδραση του φόρου στη χρηματοοικονομική των επιχειρήσεων πραγματοποιήθηκε από τους Modigliani και Miller το 1958. Σε αυτήν, αναφέρθηκαν στο φορολογικό μειονέκτημα που επηρεάζει τα δανειακά κεφάλαια υπό ένα φορολογικό σύστημα όπου τα έξοδα για φόρους εκπίπτουν, ενώ οι καταβολές μερισμάτων δεν εκπίπτουν. Στη συνέχεια, οι Miller και Modigliani (1961) εστίασαν ειδικά στη σχέση φόρου-μερίσματος, λαμβάνοντας υπόψη τις ατέλειες της αγοράς που πιθανόν να επηρεάζουν τη θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος. Σύμφωνα με την προσέγγισή τους, ο κύριος παράγοντας που μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα στη θεωρία τους είναι η ύπαρξη φορολογίας. Η φορολογία μπορεί να δώσει κάποιο πλεονέκτημα ή μειονέκτημα στη διανομή ή μη μερίσματος, καθώς το μέρισμα θεωρείται κεφάλαιο που φορολογείται διαφορετικά. Επομένως, είναι πιθανό οι επενδυτές να προτιμούν κεφαλαιακά κέρδη έναντι της διανομής μερίσματος ή αντίστροφα.

Παρά το γεγονός ότι το φορολογικό καθεστώς διαφέρει, συνήθως προς όφελος των κεφαλαιακών κερδών, οι λογικοί επενδυτές φαίνεται να εκφράζουν απόρριψη για τα μερίσματα. Εάν υποθέσουμε ότι όλοι οι άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τα μερίσματα, εκτός από τον φόρο, παραμένουν σταθεροί και η φορολογία λειτουργεί υπέρ των κεφαλαιακών κερδών, τότε οι επενδυτές φαίνεται να έχουν χαμηλή ζήτηση για μερίσματα. Η βασική υπόθεση από αυτήν τη θεωρία είναι ότι, κατά την ισορροπία των τιμών των μετοχών, η αποστροφή για την καταβολή μερισμάτων σχετίζεται με το μέγεθος των προ φόρων αποδόσεων (προσαρμοσμένων στον κίνδυνο).

Σύμφωνα με τους Lease και συνεργάτες (2000), υπάρχουν δύο βασικές μεθοδολογίες για την εξέταση του πώς ο φόρος επηρεάζει τα μερίσματα. Η πρώτη σχετίζεται με τον έλεγχο των υπερβαλλόντων αποδόσεων των μετοχών και τη σύνδεσή τους με τις υπερβάλλουσες μερισματικές αποδόσεις. Αυτή η προσέγγιση

περιλαμβάνει μελέτες που χρησιμοποιούν παραλλαγές του υποδείγματος περιουσιακών στοιχείων (CAPM) και χρησιμοποιούν ως ερμηνευτική μεταβλητή τη μερισματική απόδοση της μετοχής. Η δεύτερη προσέγγιση επικεντρώνεται στις μελέτες που ασχολούνται με την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 Συμπεράσματα για την μερισματική Πολιτική βασισμένη σε υπάρχουσες μελέτες.

3.0 Συμπεράσματα της εμπειρική έρευνα των R.Louziri, K.Oubal για την Καζαμπλάνκα

Αρκετές μελέτες έχουν γίνει επάνω στην μερισματική πολιτική στις εταιρίες αλλά και στην επιρροή της πανδημίας πάνω στον τρόπο διαχείρισης της.

Συγκεκριμένα παρακάτω θα αναλύσουμε 3 άρθρα για τις μερισματικές πολιτικές δυο χωρών του Μαρόκου και της Νέας Ζηλανδίας και κατά πόσο επηρεάστηκαν από την πανδημία στον τρόπο διαχείρισης της μερισματικής πολιτικής τους.

Στο πρώτο άρθρο που δημοσιεύτηκε στις 24 Νοέμβριου 2024 από τους R.Louziri και K.Oubal με τίτλο «*Determinants of Dividend Policy: The Case of the Casablanca Stock Exchange*» στο περιοδικό Risk and Financial Management έχει σαν κύριο σκοπό να εντοπίσει τους παράγοντες που καθορίζουν την πολιτική διανομής μερίσματος σε επιχειρήσεις που είναι καταχωρημένες στο χρηματιστήριο της Καζαμπλάνκα, κάτι που ενδιαφέρει σε μεγάλο βαθμό επενδυτές, μετόχους, διαχειριστές και οικονομικούς αναλυτές. Αυτή η οικονομική απόφαση συνεχίζει να προσελκύει περισσότερους ακαδημαϊκούς ερευνητές, λόγω της έλλειψης συναίνεσης σχετικά με τους παράγοντες που εξηγούν τις πληρωμές μερισμάτων. Πράγματι, οι πολιτικές διανομής μερισμάτων που υιοθετούνται από τις καταχωρημένες εταιρείες παραμένουν ποικίλες και διαφοροποιημένες, παρά τις πολλές ακαδημαϊκές και εμπειρικές μελέτες που διεξάγονται επί του θέματος.

Πολλοί ερευνητές προσπάθησαν, για δεκαετίες, να παρουσιάσουν και να υποστηρίξουν τις θεωρίες τους σχετικά με την πολιτική διανομής μερισμάτων. Διάφοροι παράγοντες παρουσιάστηκαν για να εξηγήσουν τις πληρωμές μερισμάτων. Ωστόσο, καμία από τις θεωρίες μόνες τους δεν παρέχει μια ολοκληρωμένη εξήγηση των επιλογών πληρωμής μερισμάτων. Έτσι, ο ακαδημαϊκός διάλογος για τα μερίσματα συνεχίζει να προσελκύει νέους ερευνητές,

οι οποίοι έχουν ως στόχο να παρέχουν νέες απαντήσεις σε αυτήν την πολύπλοκη οικονομική απόφαση, προκειμένου να διαλευκάνουν γιατί οι εταιρείες πληρώνουν, πληρώνουν περισσότερο ή δεν πληρώνουν μερίσματα.

Κατά την περίοδο από το 2003 έως το 2018, το μέσο ποσοστό απόδοσης μερίσματος έφτασε το 8,16%, ενώ το μέσο ποσοστό καταβολής ήταν ίσο με 1,36. Ωστόσο, οι τυπικές αποκλίσεις αυτών των δύο ποσοστών ήταν υψηλές και υπερέβαιναν το 17,36% για το ποσοστό απόδοσης μερίσματος και το 2,91 για το ποσοστό καταβολής. Αυτή η κατάσταση δείχνει ότι οι πληρωμές μερισμάτων διαφέρουν εκτενώς μεταξύ των καταχωρημένων εταιρειών που ακολουθούν ποικίλες πολιτικές μερισμάτων.

Το χρηματιστήριο της Καζαμπλάνκα παρουσιάζει ορισμένα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά. Πράγματι, ο αριθμός των καταχωρημένων εταιρειών είναι πολύ περιορισμένος και φτάνει τις 70 εταιρείες κατά μέσο όρο σε σύγκριση με άλλες αφρικανικές χρηματιστηριακές αγορές, όπως στην Αίγυπτο ή τη Νότια Αφρική, όπου ο αριθμός των εταιρειών υπερβαίνει τις 200. Επιπλέον, η Μαροκινή αγορά περιλαμβάνει ένα μεγάλο αριθμό χρηματοοικονομικών εταιρειών. Στο δείγμα μας, ο αριθμός αυτών των εταιρειών ήταν 18 (τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και πιστωτικά ιδρύματα). Επιπλέον, μια εμπειρική μελέτη της επίδρασης των χαρακτηριστικών των εταιρειών στις πληρωμές μερισμάτων, που ελέγχει τις διάφορες θεωρίες πολιτικής διανομής μερισμάτων, δεν έχει πραγματοποιηθεί ακόμη. Επομένως, αυτή η μελέτη θα παρείχε ενδιαφέροντα ευρήματα για επενδυτές, αναλυτές και ερευνητές σχετικά με τους παράγοντες της πολιτικής διανομής μερισμάτων στη χρηματιστηριακή αγορά της Μαρόκου, με βάση τα χαρακτηριστικά των εταιρειών. Αυτό είναι απολύτως σημαντικό για τον καθορισμό των πολιτικών συγκεντρώσεων που επιλέγουν οι επενδυτές και για την παροχή μιας καλύτερης κατανόησης στους αναλυτές σχετικά με την πολιτική διανομής μερισμάτων στο Μαρόκο. Επιπλέον, αυτή η μελέτη θα αποτελούσε βάση για ακαδημαϊκό και εμπειρικό διάλογο σχετικά με την πολιτική διανομής μερισμάτων στο Μαρόκο, και τα σημαντικά μεταβλητά θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν ως μεταβλητές ελέγχου για την πραγματοποίηση επιπλέον εμπειρικών μελετών σχετικά με τον αντίκτυπο της εταιρικής διακυβέρνησης (κυριότητα και δομή διοίκησης) και των χαρακτηριστικών του διευθύνοντος συμβούλου στις πληρωμές μερισμάτων στο χρηματιστήριο της Καζαμπλάνκα.

Ο ακαδημαϊκός διάλογος για την πολιτική διανομής μερισμάτων συνεχίζει να βιώνει συνεχή εξέλιξη, δεδομένης της κινητοποίησης νέων θεωριών που συνεχίζουν να προσφέρουν νέες απαντήσεις στις επιλογές πληρωμής μερισμάτων. Δύο θεωρίες, η "bird in hand" από τον Lintner (1956) και η θεωρία της αδιάφορης από τους Miller και Modigliani (1961), ξεκίνησαν αυτόν τον εκτενή διάλογο. Η θεωρία της "bird in hand" πρότεινε ότι οι επενδυτές προτιμούν εταιρείες που καταβάλλουν μερίσματα λόγω της βεβαιότητας των πληρωμών, ενώ οι Miller και Modigliani (1961) έδειξαν ότι η πληρωμή μερισμάτων δεν ήταν απαραίτητα σημαντική, καθώς δεν θα επηρεάζε την αξία της μετοχής. Η θεωρία των υπολειπόμενων μερισμάτων (Partington 1985; Baker 2009) ανέφερε ότι τα μερίσματα πραγματοποιούνται μετά τη χρηματοδότηση όλων των κερδοφόρων επενδύσεων. Μια άλλη εξήγηση παρασχέθηκε από τη θεωρία του σήματος (Bhattacharya 1979; John και Williams 1985) βασισμένη σε προβλήματα ασυμμετρίας πληροφοριών. Έτσι, οι διαχειριστές θα καταβάλλουν μερίσματα για να στείλουν ένα σήμα στους επενδυτές σχετικά με τη δυνατότητά τους να δημιουργήσουν μελλοντικά κέρδη. Η θεωρία του πρακτορείου (Jensen και Meckling 1976; Jensen 1986) πρότεινε μια διαφορετική εναλλακτική εισαγάγοντας κόστη πρακτορείου που θα μπορούσαν να προκύψουν λόγω συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διαχειριστών. Η μείωση των διαθέσιμων ταμειακών ροών μέσω των πληρωμών μερισμάτων θα περιορίζε τα κόστη πρακτορείου και θα αποφεύγει μη κερδοφόρες επενδύσεις. Όσον αφορά τη θεωρία της χρηματοπιστωτικής ευελιξίας (Rozeff 1982), επικεντρώθηκε στα κόστη συναλλαγών για να δικαιολογήσει τη διανομή μερισμάτων. Πράγματι, τα εσωτερικά κεφάλαια, θεωρούμενα λιγότερο δαπανηρά από τα εξωτερικά κεφάλαια, θα χρηματοδοτούσαν ευκαιρίες ανάπτυξης και, συνεπώς, οι πληρωμές μερισμάτων θα ήταν περιορισμένες. Η θεωρία του κύκλου ζωής (Grullon et al. 2003; DeAngelo et al. 2006) πρότεινε μια ανάλυση των σταδίων ανάπτυξης της εταιρείας για να διαλευκάνει την πολιτική διανομής μερισμάτων. Συνεπώς, οι εταιρείες σε ένα ώριμο στάδιο παρουσιάζουν χαμηλά επίπεδα ευκαιριών ανάπτυξης και θα καταβάλλουν υψηλότερα μερίσματα.

Προκειμένου να διενεργηθεί μια εμπειρική μελέτη για τους παράγοντες της πολιτικής διανομής μερισμάτων στο χρηματιστήριο της Καζαμπλάνκα, το παρόν άρθρο θα παρουσιάσει πρώτα μια ανασκόπηση της βιβλιογραφίας των θεωριών πολιτικής διανομής μερισμάτων. Στη συνέχεια, η δεύτερη ενότητα θα παρουσιάσει το μοντέλο, τις μεταβλητές, το δείγμα και τις υποθέσεις της προβλεπόμενης

συσχέτισης μεταξύ κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής και της εξαρτημένης μεταβλητής με βάση το θεωρητικό πλαίσιο. Το τελευταίο μέρος θα παρουσιάσει τα εμπειρικά αποτελέσματα εντοπίζοντας τους παράγοντες της πολιτικής διανομής μερισμάτων στο χρηματιστήριο της Καζαμπλάνκα. Αυτή η μελέτη μας επέτρεψε να εντοπίσουμε τρεις σημαντικούς παράγοντες της πολιτικής διανομής μερισμάτων στο χρηματιστήριο της Καζαμπλάνκα, που είναι η ηλικία της εταιρείας, οι ευκαιρίες ανάπτυξης και το μέγεθος της εταιρείας. Ενώ καμία από τις θεωρίες που παρουσιάζονται σε αυτό το άρθρο δεν εξηγεί όλα τα αποτελέσματα που προήλθαν, η συμπληρωματικότητα διαφορετικών θεωριών μας επιτρέπει να δικαιολογήσουμε τα εμπειρικά μας αποτελέσματα.

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για την ανάλυση της μελέτης αυτής ήταν:

- **Αναλογία μερισματικών Αποδόσεων:** που υπολογίζεται με τον τύπο $\text{μέρισμα μετοχής} / \text{τιμή μετοχής}$.
- **Κερδοφορία :** Ο δείκτης αυτός υπολογίζει την κερδοφορία της εταιρείας με βάση τα ίδια κεφάλαια που επενδύονται.
- **Μέγεθος της εταιρείας:** Χρησιμοποιήσαν τον λογάριθμο των συνολικών περιουσιακών στοιχείων ως δείκτη του μεγέθους, που είναι ένα από τα πιο κοινά μέτρα στην εμπειρική έρευνα
- **Παρακρατημένα Κέρδη:** Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι οι εταιρείες πληρώνουν περισσότερα μερίσματα όταν το επίπεδο των κερδών είναι υψηλό σε σύγκριση με το ποσό των ιδίων κεφαλαίων.
- **Ηλικία της Εταιρείας:** Η ηλικία της εταιρείας είναι καλύτερος δείκτης από τα παρακρατημένα κέρδη της εταιρείας, για την αξιολόγηση της ωριμότητας της επιχείρησης.
- **Μόχλευση:** Έχουν επιλεχτεί δυο δείκτες κατά την έρευνα, το συνολικό χρέος/(συνολικό χρέος + λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων) και συνολικό χρέος/(συνολικό χρέος + κεφαλαιοποίηση αγοράς).
- **Ευκαιρίες Ανάπτυξης.**
- **Τιμή στα κέρδη:** Ο Δείκτης αυτός υποδεικνύει ότι οι εταιρείες με υψηλή αναλογία κερδών είναι πιο πιθανό να αυξήσουν τις πληρωμές μερισμάτων
- **Ψευτομεταβλητές:** χρησιμοποιήθηκαν για τον έλεγχο της επίδρασης του χρηματοπιστωτικού κλάδου στη μερισματική πολιτική. Η μεταβλητή παίρνει τιμή 1 όταν είναι χρηματοοικονομική εταιρεία και τιμή 0 διαφορετικά.

- Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι οι χρηματοπιστωτικές εταιρείες έχουν συγκεκριμένους κανονισμούς όσον αφορά τη διαχείριση ιδίων κεφαλαίων, οι οποίοι ενδέχεται να επηρεάσουν τη μερισματική πολιτική τους. Ο τύπος του regression model είναι :

$$Y = a + B * (\text{firm age, retained earnings, profitability, leverage, growth opportunities P/E, firm size, dummy variable for financial companies}) + \epsilon.$$

(3.0.1)

Όπου $a = H$ σταθερά, $b=0$ συντελεστής που αντιστοιχεί σε κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή.

(3.0.2)

Σε συγκεκριμένο το άρθρο, συζητήθηκαν αρκετές θεωρίες πολιτικής διανομής μερισμάτων, οι οποίες είναι η θεωρία του σήματος, η θεωρία του πρακτορείου, οι δαπάνες συναλλαγών και η θεωρία της χρηματοπιστωτικής ευελιξίας και η θεωρία του κύκλου ζωής. Κάθε μια από αυτές τις θεωρίες έχει ως στόχο να εξηγήσει γιατί οι εταιρείες καταβάλλουν ή δεν καταβάλλουν μερίσματα. Στη συνέχεια, παρουσιάστηκαν διάφορα εμπειρικά αποτελέσματα προηγούμενων μελετών. Έπειτα, πραγματοποιήθηκαν τέσσερα regression test χρησιμοποιώντας δύο διαφορετικές μεταβλητές για τις πληρωμές μερισμάτων για να δοκιμάσουν την ανθεκτικότητα των εμπειρικών τους αποτελεσμάτων. Αυτά ήταν: το ποσοστό απόδοσης μερισμάτων και το ποσοστό καταβολής.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου 2003-2018 στο χρηματιστήριο της Καζαμπλάνκα, διαπιστώθηκε ότι τρεις παρακάτω μεταβλητές ήταν σημαντικές: ηλικία της εταιρείας, ευκαιρίες ανάπτυξης και μέγεθος της εταιρείας. Όλες εμφάνισαν αρνητική συσχέτιση με την εξαρτώμενη μεταβλητή της διανομής μερισμάτων.

Η θεωρία που προέβλεπε μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ της ηλικίας της εταιρείας και του μεγέθους με την εξαρτώμενη μεταβλητή των μερισμάτων ήταν η θεωρία του σήματος. Πράγματι, οι παλαιότερες και μεγαλύτερες εταιρείες υποφέρουν λιγότερο από προβλήματα ασυμμετρίας πληροφοριών και, συνεπώς, έχουν μικρότερη ανάγκη να στείλουν ένα σήμα στη χρηματοπιστωτική αγορά μέσω των μερισμάτων. Ωστόσο, αυτή η θεωρία δεν επικράτησε, λόγω της ύπαρξης μιας άλλης σημαντικής μεταβλητής, που ήταν οι ευκαιρίες ανάπτυξης, οι οποίες έδειξαν αρνητική συσχέτιση με τις πληρωμές μερισμάτων. Επομένως, η θεωρία του σήματος δεν

εξήγησε αυτήν τη συσχέτιση, και οι θεωρίες που προβλέπουν αρνητική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών ήταν η θεωρία του πρακτορείου, η θεωρία της χρηματοπιστωτικής ευελιξίας και η θεωρία του κύκλου ζωής. Έτσι, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι καμία από τις θεωρίες δεν κυριάρχησε ή εξήγησε, μόνη της, την πολιτική διανομής μερισμάτων στο χρηματιστήριο της Καζαμπλάνκα.

Η κινητοποίηση διαφόρων θεωριών παρέχει μια καλύτερη κατανόηση των πληρωμών μερισμάτων, τα οποία παραμένουν μια πολύπλοκη χρηματοοικονομική πολιτική που απαιτεί περαιτέρω έρευνα στο μέλλον. Ωστόσο, η εισαγωγή άλλων μεταβλητών που δεν χρησιμοποιήθηκαν σε αυτήν την έρευνα, όπως η δομή ιδιοκτησίας, η δομή του διοικητικού συμβουλίου ή οι χαρακτηριστικά του διευθύνοντος συμβούλου, μπορεί να προσφέρει επιπλέον εισαγωγές στην πολιτική διανομής μερισμάτων στο χρηματιστήριο της Καζαμπλάνκα.

3.1 Συμπεράσματα της εμπειρική έρευνα των Z.Boumilik, B.Ouljadj, O.Colot για το Μαρόκο.

Το Δεύτερο άρθρο έχει σαν χώρα αναφοράς το Μαρόκο και δημοσιεύτηκε 26 Ιουλίου 2023 από τους Z.Boumilik, B.Oulhadj και O.Colot. Ο Τίτλος του άρθρου ήταν : «*The Effect of the COVID-19 Pandemic on Corporate Dividend Policy of Moroccan Listed Firms*».

Στην συγκεκριμένη μελέτη αναφέρεται ότι η πανδημία COVID-19 είχε σοβαρές οικονομικές επιπτώσεις παγκοσμίως. Η πρόσφατη βιβλιογραφία σχετικά με τις οικονομικές επιδράσεις της πανδημίας COVID-19 κατέληξε στη συναίνεση ότι η πανδημία είχε αρνητική επίπτωση στις κεφαλαιαγορές και την παγκόσμια οικονομία. Πράγματι, το υψηλό επίπεδο αβεβαιότητας και φόβου σχετικά με την κρίση της COVID-19 οδήγησε σε αύξηση της παγκόσμιας αστάθειας στις αγορές μετοχών, ενώ οι τιμές των μετοχών μειώθηκαν σημαντικά σε διάφορα πλαίσια (H. Ali 2022; Ashraf 2021; Baker et al. 2020). Επιπλέον, η βιβλιογραφία καταγράφει την αρνητική επίδραση της COVID-19 στην απόδοση και τη λειτουργία των επιχειρήσεων (Almustafa et al. 2023; Shen et al. 2020).

Σε ένα τέτοιο αβέβαιο περιβάλλον, οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν δυσκολίες στο να προβλέψουν την επίδραση της κρίσης στα κέρδη, πράγμα που τις οδηγεί στο να προσαρμόσουν τις πολιτικές τους για τη διανομή μερισμάτων (Pettenuzzo et al. 2023). Κατά τις περιόδους κρίσης, οι εταιρείες μπορεί να παραλείψουν ή να

μειώσουν τις πληρωμές μερισμάτων προκειμένου να διατηρήσουν τη ρευστότητα για τις μελλοντικές ανάγκες (Ali et al. 2022), ενώ η θεωρία του σήματος υποθέτει ότι, ακόμη και σε καιρούς κρίσης, οι εταιρείες μπορεί να διατηρήσουν τακτικές πληρωμές μερισμάτων προκειμένου να στείλουν θετικά σήματα σε επενδυτές και εξωτερικούς ενδιαφερόμενους (Booth and Chang 2011). Συνεπώς, ο διάλογος σχετικά με τις πολιτικές διανομής μερισμάτων παραμένει αξιοσημείωτος, καθώς δεν έχει επιτευχθεί συναίνεση σχετικά με τις αποφάσεις για την καταβολή μερισμάτων, όπως έγραψε ο Black (1976), "όσο περισσότερο εξετάζουμε την εικόνα των μερισμάτων, τόσο περισσότερο μοιάζει με ένα παζλ, με κομμάτια που απλά δεν ταιριάζουν μαζί".

Η υπάρχουσα βιβλιογραφία παραμένει ανεπίλυτη σχετικά με τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων ως προς την καταβολή μερισμάτων κατά τις κρίσεις και οι μελέτες παρέχουν αντιφατικά αποτελέσματα. Για παράδειγμα, ο Ali et al. (2022) διαπίστωσαν ότι οι καταβολές μερισμάτων μειώθηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης της COVID-19 σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη. Παρόμοια αποτελέσματα αναφέρθηκαν από τους Cejnek et al. (2021). Αντίθετα, η μελέτη του Tinungki et al. (2022) δείχνει ότι η κρίση της COVID-19 οδήγησε τις εταιρείες να αυξήσουν τις καταβολές των μερισμάτων τους. Παρά ταύτα, ο διάλογος σχετικά με τις επιχειρησιακές αποφάσεις για τα μερίσματα παραμένει ενδιαφέρον τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες. Ωστόσο, έχουμε λίγες γνώσεις σχετικά με την επιχειρηματική πολιτική διανομής μερισμάτων στις αναπτυσσόμενες χώρες. Επιπλέον, η βιβλιογραφία δείχνει ότι τα μοντέλα και οι υποθέσεις της επιχειρηματικής χρηματοοικονομικής δημιουργούνται αρχικά για ανεπτυγμένες αγορές και συχνά αποτυγχάνουν όταν ελέγχονται σε αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες αγορές (Bekaert and Harvey 2002). Επιπλέον, η εμπειρική έρευνα σχετικά με την πολιτική διανομής μερισμάτων στις βόρειες αφρικανικές αγορές παραμένει πολύ περιορισμένη (H. K. Baker and Jabbouri 2016). Κατά τη γνώμη των συγγραφέων, δεν έχει πραγματοποιηθεί ακόμη μελέτη σχετικά με την επίδραση της κρίσης της COVID-19 στην επιχειρηματική πολιτική διανομής μερισμάτων των Μαροκινών εταιρειών. Επομένως, η περιορισμένη γνώση που έχουμε σχετικά με τις αλλαγές στην πολιτική διανομής μερισμάτων των μαροκινών εταιρειών κατά τη διάρκεια της σοκαριστικής επιπτώσεως της πανδημίας της COVID-19 δικαιολογεί το ενδιαφέρον μας για την ανάλυση του πιθανού αντικτύπου της κρίσης που σχετίζεται με την πανδημία της COVID-19 στην επιχειρηματική πολιτική διανομής μερισμάτων

των Μαροκινών εταιρειών. Σε αυτήν την έννοια, οι ερευνητικές ερωτήσεις του συγκεκριμένου άρθρου είναι οι εξής: (1) Πώς επηρέασε η πανδημία της COVID-19 την επιχειρηματική πολιτική διανομής των μαροκινών εισηγμένων εταιρειών; (2) Ποιοι είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν την καταβολή μερισμάτων των μαροκινών εισηγμένων εταιρειών;

Το Μαρόκο, μια βόρεια αφρικανική χώρα, κατέγραψε πάνω από 440.000 κρούσματα και 7.400 θανάτους σχετιζόμενους με την πανδημία της COVID-19 μέχρι το τέλος του 2021. Η μαροκινή κεντρική τράπεζα ανέφερε σημαντική συρρίκνωση κατά 7,2% στην οικονομία της χώρας το 2020 (Μαροκινή Κεντρική Τράπεζα 2021). Αυτό οφειλόταν κυρίως σε πτώση του τομέα των υπηρεσιών, ο οποίος αποτελεί περισσότερο από το 50% του ΑΕΠ της χώρας. Επιπλέον, ο αναφερόμενος χαρακτήρισε τις δυσμενείς επιπτώσεις της πανδημίας στο διεθνές εμπόριο, τον τουρισμό και τις ξένες επενδύσεις. Ιδρύθηκε το 1929, ο χρηματιστηριακός χώρος της Καζαμπλάνκα περιλαμβάνει επί του παρόντος 76 εταιρείες, εκ των οποίων 16 είναι χρηματοπιστωτικές εταιρείες, και χαρακτηρίζεται από μεγάλους θεσμικούς επενδυτές. Η Αρχή των Κεφαλαιαγορών του Μαρόκο (2023) ανέφερε ότι η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς έφτασε τα 561 δισεκατομμύρια (Μαροκινά Δηνάρια) στο τέλος του 2022, καθιστώντας την μία από τις κύριες χρηματιστηριακές αγορές στην Αφρική. Η δομή της κεφαλαιοποίησής της δείχνει ότι η αγορά είναι καλά διαφοροποιημένη και περιλαμβάνει την παρουσία 20 κλάδων, με τον μεγαλύτερο μέρος των τραπεζικών εταιρειών (34%) να ακολουθείται από εταιρείες τηλεπικοινωνιών (21%).

Σε αυτό το άρθρο συλλέχτηκαν δεδομένα από 55 μαροκινές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Καζαμπλάνκα (CSE) για την περίοδο από το 2015 έως το 2021. Η ανάλυση ξεκίνησε από το 2015 για πολλούς λόγους. Πράγματι, τόσο οι αναπτυσσόμενες όσο και οι αναπτυσσόμενες οικονομίες είχαν χαμηλότερη ανάπτυξη του ΑΕΠ από την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 έως το 2015 σε σύγκριση με την περίοδο του 1997-2006, και ο μέσος ρυθμός ανάκαμψης των εταιρειών μεταξύ του 2009 και του 2014 ήταν σχετικά χαμηλός (Jin et al. 2018). Γι' αυτό, αποφασίστηκε από τους αναλυτές να ξεκινήσουν την ανάλυση των δεδομένων τους από το 2015, υποθέτοντας ότι ο χρηματιστηριακός χώρος του Μαρόκου είχε πλήρως ανακάμψει από τις πιθανές μακροπρόθεσμες επιπτώσεις της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Επιπλέον, προηγούμενες εμπειρικές μελέτες υποστηρίζουν την υπόθεση ότι τα δεδομένα από το 2015 και μετά είναι επαρκή για

να αναλύσουν τις αλλαγές στις καταβολές μερισμάτων (Ali et al. 2022; H. Ali 2022; Krieger et al. 2021).

Αυτή η εργασία προσφέρει πολλές σημαντικές συνεισφορές στη βιβλιογραφία των μερισμάτων. Εμπλουτίζει την υφιστάμενη βιβλιογραφία σχετικά με τις αλλαγές στα εταιρικά μερίσματα κατά τη διάρκεια της COVID-19 και αποτελεί την πρώτη εμπειρική μελέτη που αναλύει την επίδραση της κρίσης της COVID-19 στις καταβολές μερισμάτων των μαροκινών εταιρειών που είναι εισηγμένες. Επιπλέον, η μελέτη αναγνωρίζει τους κύριους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις καταβολής μερισμάτων, συμβάλλοντας έτσι στην κατανόηση των πολιτικών μερισμάτων σε αναπτυσσόμενες χώρες. Συνολικά, αυτή η εργασία παρέχει πολύτιμες εισηγήσεις στις χρηματοοικονομικές αντιδράσεις των μαροκινών εταιρειών προς την αβεβαιότητα και τις κρίσιμες καταστάσεις, βοηθώντας έτσι στην πρόβλεψη της αντίδρασης της αγοράς σε μελλοντικούς οικονομικούς σοκ και στην επιβεβαίωση της χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς των μαροκινών εταιρειών.

Η εργασία αυτή διαρθρώνεται ως εξής. Πρώτον, παρουσιάζουμε τη βιβλιογραφική ανασκόπηση και το κεφάλαιο με τις υποθέσεις της έρευνάς μας. Δεύτερον, αποκαλύπτουμε τον μεθοδολογικό σχεδιασμό και τα δεδομένα μας. Τρίτον, παρουσιάζουμε και συζητούμε τα ευρήματα της έρευνάς μας. Στο τέλος, παρουσιάζεται μια γενική συμπέραση της μελέτης.

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για την ανάλυση της μελέτης αυτής ήταν:

- **Κερδοφορία:** Ο δείκτης αυτός υπολογίζει την κερδοφορία της εταιρείας με βάση τα ίδια κεφάλαια που επενδύονται.
- **Μέγεθος της εταιρείας:** Χρησιμοποιήσαν τον λογάριθμο των συνολικών περιουσιακών στοιχείων ως δείκτη του μεγέθους, που είναι ένα από τα πιο κοινά μέτρα στην εμπειρική έρευνα
- **Ηλικία της Εταιρείας:** Η ηλικία της εταιρείας είναι καλύτερος δείκτης από τα παρακρατημένα κέρδη της εταιρείας, για την αξιολόγηση της ωριμότητας της επιχείρησης.
- **Μόχλευση:** Έχουν επιλεχτεί δυο δείκτες κατά την έρευνα, το συνολικό χρέος/(συνολικό χρέος + λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων) και συνολικό χρέος/(συνολικό χρέος + κεφαλαιοποίηση αγοράς).
- **Ευκαιρίες Ανάπτυξης.**

- **Τιμή στα κέρδη:** Ο Δείκτης αυτός υποδεικνύει ότι οι εταιρείες με υψηλή αναλογία κερδών είναι πιο πιθανό να αυξήσουν τις πληρωμές μερισμάτων.

Αυτή η εργασία συνεισφέρει σημαντικά στη βιβλιογραφία των μερισμάτων. Εμπλουτίζει την υφιστάμενη βιβλιογραφία σχετικά με τις εταιρικές αλλαγές στα μερίσματα κατά τη διάρκεια του σοκ της COVID-19 και αποτελεί την πρώτη εμπειρική μελέτη που αναλύει τον αντίκτυπο της κρίσης της COVID-19 στις καταβολές μερισμάτων των εταιριών που είναι εισηγμένες στο Μαρόκο. Επιπλέον, η μελέτη αναγνωρίζει τους κύριους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις για την καταβολή μερισμάτων, συνcontributing έτσι στην κατανόηση των πολιτικών μερισμάτων σε αναπτυσσόμενες χώρες. Συνολικά, αυτή η εργασία παρέχει πολύτιμες εισηγήσεις στις χρηματοοικονομικές αντιδράσεις των εταιριών στο Μαρόκο όταν αντιμετωπίζουν αβεβαιότητα και κρίσιμες καταστάσεις, βοηθώντας έτσι στην πρόβλεψη της αντίδρασης της αγοράς σε μελλοντικούς οικονομικούς σοκ και στο να επιβεβαιώσει τη χρηματοοικονομική συμπεριφορά των εταιριών στο Μαρόκο.

Η εργασία αυτή δομείται ως εξής. Πρώτον, παρουσιάζουμε τη βιβλιογραφική ανασκόπηση και το κεφάλαιο με τις υποθέσεις της έρευνας μας. Δεύτερον, εκθέτουμε τον μεθοδολογικό σχεδιασμό και τα δεδομένα μας. Τρίτον, παρουσιάζουμε και συζητούμε τα ευρήματα της έρευνας μας.

3.2 Συμπεράσματα της εμπειρική έρευνα των M.Qiu και Z.Li για την Νέα Ζηλανδία.

Το τρίτο άρθρο δημοσιεύτηκε 22 Σεπτεμβρίου 2023 από τους M.Qiu και Z.Li με τίτλο «*A Study of the Abnormal Dividend Decisions of New Zealand Firms during COVID-19*» λαμβάνοντας σαν χώρα ανάλυσης την Νέα Ζηλανδία. Το άρθρο δημοσιεύτηκε και αυτό στο περιοδικό Risk and Financial Management.

Η συγκεκριμένη μελέτη ξεκινά λέγοντας ότι οι δημόσιες εταιρείες τείνουν να διατηρούν σταθερά τα μερίσματά τους και να πραγματοποιούν τις ανακοινώσεις των μερισματικών πληρωμών τους κατά τις φυσιολογικές περιόδους. Ωστόσο, η έκρηξη της COVID-19 προκάλεσε δραματικές αλλαγές στις φυσιολογικές συνθήκες, και πολλές εταιρείες αναγκάστηκαν να μειώσουν τα μερίσματά τους για να διατηρήσουν τη ρευστότητα (Krieger et al. 2020; Cejnek et al. 2021; Zheng 2021; Xu et al. 2021). Τον Μάρτιο του 2020, η κυβέρνηση της Νέας Ζηλανδίας επέβαλε

αυστηρούς κανόνες κλειδώματος, που έθεσαν ξαφνικό φρένο στην οικονομία. Το ΑΕΠ ανά κεφαλή έπεσε κατά 11% το 2020Q21, η πιο έντονη πτώση που έχει καταγραφεί τα τελευταία τριάντα χρόνια. Ο δείκτης S&P/NZX All κατρακύλησε κατά 30% από ένα κορυφαίο επίπεδο τον Φεβρουάριο μέχρι ένα χαμηλό στις 23 Μαρτίου. Η ξαφνική και σοβαρή αλλαγή του επιχειρηματικού και οικονομικού περιβάλλοντος προκάλεσε σε ορισμένες δημόσιες εταιρείες να λάβουν ασυνήθιστες αποφάσεις για την ακύρωση των μερισμάτων που είχαν ήδη ανακοινώσει δημοσίως. Περισσότερες εταιρείες ανακοίνωσαν απευθείας αποφάσεις για την παράλειψη των μερισμάτων.

Το φαινόμενο των πολλαπλών εταιρειών που ανακοινώνουν την ακύρωση των μερισμάτων κατά τη διάρκεια μιας υγειονομικής κρίσης είναι σπάνιο, αν όχι ανώμαλο. Ενώ η παράλειψη των μερισμάτων έχει εξεταστεί εκτενώς στην υπάρχουσα βιβλιογραφία, η ακύρωση των μερισμάτων δεν έχει εξεταστεί σε καμία υπάρχουσα βιβλιογραφία. Αυτή η μελέτη στοχεύει στο να κλείσει αυτό το κενό. Σημειώνεται ότι μια ανακοίνωση ακύρωσης διαφέρει από μια ανακοίνωση παράλειψης που εξετάστηκε σε προηγούμενες μελέτες, διότι η πρώτη περιλαμβάνει διπλές ανακοινώσεις: μια αρχική ανακοίνωση της πληρωμής μερισμάτων και μια δεύτερη ανακοίνωση για την ακύρωση της πληρωμής. Για παράδειγμα, η Briscoe Group ανακοίνωσε αρχικά στις 16 Μαρτίου 2020 ότι θα "καταβάλει ένα μέρισμα μετρητών στις 31 Μαρτίου σε όλους τους μετόχους που ήταν εγγεγραμμένοι στις 23 Μαρτίου" (BGP 2020b). Στη συνέχεια, ξαφνικά, στις 23 Μαρτίου, η εταιρεία ανακοίνωσε ότι *"λόγω της αβεβαιότητας που σχετίζεται με τις πιθανές επιπτώσεις του COVID-19 και των ανακοινώσεων που έγιναν από τον Πρωθυπουργό αυτό το απόγευμα, το τελικό μέρισμα ύψους 12,5 σεντς ανά μετοχή ακυρώνεται"* (BGP 2020a).

Λόγω της πρώτης ανακοίνωσης, οι μέτοχοι περίμεναν σχεδόν βέβαια ότι θα λάβουν το υποσχόμενο μέρισμα. Η ανακοίνωση ακύρωσης δημιούργησε μια έκπληξη που διαφέρει ουσιαστικά από μια συνηθισμένη ανακοίνωση παράλειψης. Παρόλο που και οι δύο τύποι ανακοινώσεων αντιπροσωπεύουν αρνητικά αποτελέσματα που δεν ανταποκρίνονται στις προσδοκίες των επενδυτών, οι επενδυτές ενδέχεται να είναι περισσότερο απογοητευμένοι από μια ανακοίνωση ακύρωσης από μια ανακοίνωση παράλειψης λόγω της διαφοράς στις προηγούμενες προσδοκίες τους (Bell 1985; Gul 1991). Επιπλέον, η βιβλιογραφία για τις τιμές των κεφαλαίων έχει επιδείξει ότι η αποφυγή της απογοήτευσης αποτελεί παράγοντα έκπτωσης στα μοντέλα

αξιολόγησης βασισμένα στην κατανάλωση (Delikouras 2017; Farago and Tédongar 2018). Επομένως, δεν είναι έκπληξη που οι αντίστοιχες αντιδράσεις των χρηματιστηρίων σε αυτούς τους δύο τύπους ανακοινώσεων μερισμάτων είναι διαφορετικές. Η μελέτη μας φωτίζει κάποιες πτυχές αυτού του ζητήματος. Έχοντας ως κύριο στόχο της μελέτης την εξέταση των χαρακτηριστικών των εταιρειών και της απόδοσης των μετοχών που σχετίζονται με τις αποφάσεις ακύρωσης των μερισμάτων, εξετάζουμε επίσης τα αποτελέσματα των ανακοινώσεων παράλειψης, μείωσης, αύξησης και μη-αλλαγής μερισμάτων για σκοπούς σύγκρισης.

Το NZX παρέχει ένα αποδοτικό "εργαστήριο" αγοράς για τη μελέτη των ανωμαλιών στις ανακοινώσεις μερισμάτων κατά τη διάρκεια της πανδημίας COVID-19, αν και είναι μικρό με διαθέσιμο μικρό δείγμα. Για δύο λόγους: Πρώτον, ένα δείγμα ακύρωσης έγινε διαθέσιμο λόγω της πανδημίας COVID-19, επιτρέποντάς να μελετηθούν τα διπλά γεγονότα των ανακοινώσεων ακύρωσης για να κλείσουν ένα κενό στη βιβλιογραφία. Δεύτερον, το NZX προσφέρει τις πιο ελκυστικές ευκαιρίες επενδύσεων σε μερίσματα μεταξύ των αναπτυσσόμενων αγορών. Με βάση τα δεδομένα από το 1991 έως το 2019, διαπιστώσαμε ότι οι μετοχές στον δείκτη MSCI NZX παρέχουν υψηλότερη μέση ετήσια απόδοση από μερίσματα (2,21%) σε σύγκριση με άλλες αναπτυσσόμενες αγορές (μέσος όρος 1,22%). Επιπλέον, τα μερίσματα των μετοχών του NZX συνέβαλαν στο 61,5% των συνολικών αποδόσεων των μετοχών, σε σύγκριση με το 41,5% για τις μετοχές άλλων αναπτυσσόμενων αγορών. Παρόλο που οι Ellahie και Kaplan (2021) αναφέρουν ότι τα μερίσματα των εταιρειών του NZX ήταν σταθερά με τον χρόνο, ενώ οι Kraiger και Anderson (2020) παρέχουν εμπειρικά στοιχεία για τις αποφάσεις παράλειψης και επαναφοράς μερισμάτων των εταιρειών του NZX, η υπάρχουσα βιβλιογραφία δεν παρέχει επαρκείς γνώσεις για τους άλλους τύπους αποφάσεων μερισμάτων στη Νέα Ζηλανδία. Η τρέχουσα μελέτη συμβάλλει με νέα στοιχεία στη βιβλιογραφία εξετάζοντας πέντε διαφορετικούς τύπους αποφάσεων μερισμάτων κατά τη διάρκεια της πανδημίας COVID-19. Επιπλέον, αναλύονται νέες ιδέες υποστηρίζοντας ότι οι αποφάσεις ακύρωσης και παράλειψης των μερισμάτων είναι διαφορετικές: καθορίζονται από διάφορα χαρακτηριστικά της εταιρείας και έχουν διαφορετικές επιπτώσεις στους μετόχους.

Η παρούσα μελέτη σχετίζεται με την υπάρχουσα βιβλιογραφία σε τρεις περιοχές. Πρώτον, σχετίζεται με τη βιβλιογραφία σχετικά με τις επιπτώσεις της πανδημίας COVID-19 στις επιχειρηματικές αποφάσεις για τα μερίσματα των εταιρειών. Λόγω

των ακραίων μέτρων κυβερνητικού κλειδώματος και περιορισμών στις επιχειρηματικές δραστηριότητες, το COVID-19 είχε πολύ πιο σοβαρές αρνητικές επιπτώσεις στην απόδοση του χρηματιστηρίου σε σύγκριση με προηγούμενες πανδημίες (Baker et al. 2020). Οι Krieger et al. (2020) και Cejnek et al. (2021) αναφέρουν ότι πολλές εταιρείες στις ΗΠΑ και σε άλλες αναπτυσσόμενες χώρες μείωσαν ή παρέλειψαν μερίσματα κατά τη διάρκεια της πανδημίας, ειδικά οι λιγότερο κερδοφόρες και πιο χρεωμένες εταιρείες. Οι Xu et al. (2021) παρατηρούν επίσης μειωμένες πληρωμές μερισμάτων από κινεζικές εταιρείες κατά τη διάρκεια της πανδημίας, με κίνητρο τη διατήρηση της ρευστότητας. Επιπλέον, οι Ramelli και Wagner (2020) υποστηρίζουν ότι οι ταμειακές καταθέσεις έγιναν σημαντικά πιο πολύτιμες για τις εταιρείες κατά τη διάρκεια της πανδημίας, ενώ ο Zheng (2021) δείχνει ότι οι εταιρείες στις ΗΠΑ χωρίς άφθονες ταμειακές καταθέσεις μείωσαν σημαντικά τα μερίσματα κατά τη διάρκεια της πανδημίας, υποδηλώνοντας ότι οι ταμειακές καταθέσεις έπαιξαν σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις μερισμάτων των εταιρειών κατά τη διάρκεια της πανδημίας COVID-19.

Δεύτερον, αυτή η μελέτη σχετίζεται με τις μελέτες για τα σημαντικά χαρακτηριστικά των εταιρειών που σχετίζονται με τις αποφάσεις μερισμάτων. Και οι θεωρίες και τα εμπειρικά στοιχεία υποδεικνύουν ότι πολλοί παράγοντες μπορούν να επηρεάσουν την απόφαση μερισμάτων μιας εταιρείας, συμπεριλαμβανομένου του μεγέθους, της κερδοφορίας και των προοπτικών ανάπτυξης μιας εταιρείας (Fama και French 2001), των σκέψεων των πελατών (Pettit 1977), και της προτίμησης των επενδυτών για μερίσματα έναντι του κέρδους από κεφαλαίου (Lintner 1962). Οι Fama και French (2001) δείχνουν ότι μεγαλύτερο μέγεθος, υψηλότερη κερδοφορία και λιγότερες επενδύσεις έχουν θετικές επιπτώσεις στα ποσοστά απόδοσης των αμερικανικών εταιρειών. Επιπλέον, οι Benartzi et al. (1997), Benito και Young (2003) και Krieger et al. (2020) δείχνουν ότι το μέγεθος, τα ρευστά κεφάλαια και η κερδοφορία επηρεάζουν σημαντικά τις αποφάσεις περικοπής ή παράλειψης μερισμάτων των αμερικανικών και βρετανικών εταιρειών. Οι Bhattacharya (1979), DeAngelo et al. (1992) και Denis et al. (1994) υποστηρίζουν ότι οι αποφάσεις μερισμάτων περιέχουν πληροφορίες για τα μελλοντικά κέρδη ή τα ταμειακά ροές των εταιρειών. Η διεθνής έρευνα του Brav et al. (2005) αναφέρει ότι οι αποφάσεις μερισμάτων μεταφέρουν πληροφορίες σχετικά με τις απόψεις της διοίκησης για τη σταθερότητα των μελλοντικών κερδών των εταιρειών τους, και οι διαχειριστές τείνουν να διατηρούν σταθερά τα μερίσματα και να αποφεύγουν την περικοπή των

μερισμάτων κατά τις κανονικές περιόδους. Επιπλέον, οι DeAngelo et al. (1992) υποστηρίζουν ότι τα αρνητικά κέρδη είναι μια απαραίτητη συνθήκη για τις αμερικανικές εταιρείες με καθιερωμένες εγγραφές κερδών και μερισμάτων για να περικόψουν ή να παραλείψουν μερίσματα.

Στην περιοχή της Αυστραλίας, οι Kraiger και Anderson (2020) βρίσκουν ότι το μέγεθος της εταιρείας και η ανάπτυξη είναι σημαντικά χαρακτηριστικά που σχετίζονται με τις αποφάσεις παράλειψης μερισμάτων των εταιρειών του NZX. Οι Dempsey et al. (2019) αναφέρουν ότι οι εταιρείες που έχουν υψηλά ποσοστά πληρωμής μερισμάτων τείνουν να έχουν χαμηλή ανάπτυξη κερδών στην Αυστραλία. Επιπλέον, οι Anderson et al. (2020) αναφέρουν ότι η κερδοφορία και ο κίνδυνος απόδοσης μετοχών έχουν θετικές και αρνητικές επιπτώσεις, αντίστοιχα, στα ποσοστά απόδοσης των εταιρειών του NZX.

Η τρίτη περιοχή της σχετικής βιβλιογραφίας αφορά τις επιπτώσεις των ανακοινώσεων μερισμάτων στην απόδοση των μετοχών. Τα εμπειρικά στοιχεία υποδεικνύουν ότι οι επενδυτές ερμηνεύουν τις αποφάσεις αύξησης ή μείωσης μερισμάτων ως σήματα βελτίωσης ή επιδείνωσης των κερδών, της κερδοφορίας, της ανάπτυξης ή της ροής των ταμειακών (Denis et al. 1994; Bajaj and Vijh 1995; Amihud and Murgia 1997; Al-Yahyaee et al. 2011; Lie 2005). Οι Benartzi et al. (1997) και Nissim και Ziv (2001) δείχνουν ότι οι αποφάσεις μείωσης ή παράλειψης μερισμάτων συνδέονται με τη μειούμενη κερδοφορία μιας εταιρείας. Οι Ghosh και Woolridge (1988) παρατηρούν ότι η αμερικανική αγορά μετοχών αντιδρά αρνητικά στις αποφάσεις περικοπής και παράλειψης μερισμάτων, με τη μεγαλύτερη κλίμακα των περικοπών να λαμβάνει περισσότερες αρνητικές αντιδράσεις. Οι Dielman και Oppenheimer (1984) παρατηρούν σημαντικές αρνητικές μη-αναμενόμενες επιστροφές 7,5 (8,5) τοις εκατό που σχετίζονται με μεγάλες ανακοινώσεις περικοπής (παράλειψης) μερισμάτων. Επιπλέον, οι Aharony και Swary (1980) και Bajaj και Vijh (1990) αναφέρουν σημαντικές συγκεντρωτικές αρνητικές αποδόσεις -2 έως -3 τοις εκατό που προκαλούνται από τις ανακοινώσεις περικοπής μερισμάτων αμερικανικών εταιρειών, ενώ ο Christie (1994) αποκαλύπτει μια συγκεντρωτική αρνητική απόδοση -6,94 τοις εκατό που σχετίζεται με τις ανακοινώσεις παράλειψης σε ένα διάστημα δύο έως τριών ημερών. Τα στοιχεία από τη Νέα Ζηλανδία είναι παρόμοια. Οι Kraiger και Anderson (2020) αναφέρουν σημαντικές αρνητικές μη-αναμενόμενες επιστροφές -1,53% την ημέρα της ανακοίνωσης παράλειψης μερισμάτων και -1,62% την επόμενη ημέρα, ενώ

παρατηρούνται σημαντικές αρνητικές συγκεντρωτικές αρνητικές αποδόσεις πάνω από -5% στη μεταπεριστροφή μετά την ανακοίνωση.

Συνοψίζοντας, προηγούμενες μελέτες δείχνουν ότι οι περικοπές και οι παραλείψεις μερισμάτων ανακοινώνονται γενικά από εταιρείες με κακά κέρδη, ενώ οι χρηματαγορές τείνουν να αντιδρούν αρνητικά σε αυτές τις ανακοινώσεις. Ωστόσο, η υπάρχουσα βιβλιογραφία παρέχει λίγη κατανόηση για τις αποφάσεις μερισμάτων των εταιρειών στην περιοχή της Αυστραλασίας κατά τη διάρκεια της κρίσης COVID-19. Επιπλέον, οι σπάνιες περιπτώσεις των ανακοινώσεων ακύρωσης δεν έχουν ερευνηθεί ποτέ σε καμία υφιστάμενη μελέτη, πιθανώς επειδή προηγουμένως οι εταιρείες ανταποκρίνονταν σε μια κρίση κατά κανόνα με τον περιορισμό ή την παράλειψη μερισμάτων παρά με την ακύρωση των ανακοινωθέντων μερισμάτων. Αυτή η μελέτη προσπαθεί να καλύψει αυτά τα κενά.

Η τρέχουσα μελέτη σχετίζεται περισσότερο με τέσσερις πρόσφατες δημοσιεύσεις: Krieger et al. (2020); Xu et al. (2021); Zheng (2021) και Cejnek et al. (2021). Αυτές οι μελέτες, ωστόσο, δεν εξετάζουν τον αντίκτυπο των διαφορετικών αντιδράσεων πολιτικής μερισμάτων στην πανδημία και τις αντίστοιχες αντιδράσεις των χρηματιστηρίων όπως κάνει η τρέχουσα μελέτη. Μελετώντας τόσο τα χαρακτηριστικά των εταιρειών που προσαρμόζουν τις πολιτικές μερισμάτων ως απόκριση στην πανδημία όσο και τις αντίστοιχες αποδόσεις των μετοχών, αυτή η προσέγγιση μας επιτρέπει να αξιοποιούμε το κανάλι της πολιτικής μερισμάτων σε επίπεδο εταιρειών μέσω του οποίου οι δυσμενείς επιπτώσεις της υγειονομικής κρίσης μεταδίδονται στις χρηματαγορές μετοχών.

Έχουμε δύο κύρια ευρήματα. Πρώτον, τα σημαντικά χαρακτηριστικά των εταιρειών για τις διάφορες τύπους αποφάσεων μερισμάτων κατά τη διάρκεια της πανδημίας είναι διαφορετικά από αυτά που αναφέρονται σε προηγούμενες μελέτες για "κανονικές" περιόδους. Δεύτερον, οι ανακοινώσεις ακύρωσης συνδέονται με οικονομικά και στατιστικά σημαντικές αρνητικές μη-αναμενόμενες επιστροφές και θετικές μετα-περιστροφές, ένα πρότυπο που δεν παρατηρείται για τις ανακοινώσεις παράλειψης, υποδεικνύοντας ότι οι επενδυτές αντέδρασαν πιο έντονα στις αποφάσεις ακύρωσης από ό, τι στις αποφάσεις παράλειψης.

Το υπόλοιπο της εργασίας οργανώνεται ως εξής. Η Ενότητα 2 παρέχει περιγραφές δεδομένων και η Ενότητα 3 συζητά μεθοδολογίες. Τα εμπειρικά αποτελέσματα παρουσιάζονται στην Ενότητα 4. Η Ενότητα 5 παρέχει συμπεράσματα.

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν για την ανάλυση τις μελέτης αυτής ήταν:

- **Κερδοφορία:** Ο δείκτης αυτός υπολογίζει την κερδοφορία της εταιρείας με βάση τα ίδια κεφάλαια που επενδύονται.
- **Μέγεθος της εταιρείας:** Χρησιμοποιήσαν τον λογάριθμο των συνολικών περιουσιακών στοιχείων ως δείκτη του μεγέθους, που είναι ένα από τα πιο κοινά μέτρα στην εμπειρική έρευνα
- **Ηλικία της Εταιρείας:** Η ηλικία της εταιρείας είναι καλύτερος δείκτης από τα παρακρατημένα κέρδη της εταιρείας, για την αξιολόγηση της ωριμότητας της επιχείρησης.
- **Αναλογία Πληρωμής.**
- **Ευκαιρίες Ανάπτυξης.**
- **Αναλογία χρέους**
- **Ρευστότητα**
- **Αστάθεια.**

Τα συμπεράσματα από αυτό το άρθρο ήταν ότι μια υψηλότερη πολιτική πληρωμής πριν από την πανδημία αυξάνει την πιθανότητα απόφασης ακύρωσης, παράλειψης και αύξησης. Επιπλέον, υψηλότερη κερδοφορία και υψηλότερη ανάπτυξη μειώνουν την πιθανότητα μείωσης μερίσματος και απόφασης παράλειψης, αντίστοιχα. Επιπλέον, η υψηλότερη αλλαγή στον δείκτη απόδοσης μετοχών αυξάνει την πιθανότητα ακύρωσης, παράλειψης και αύξησης. Σε αντίθεση με τα προηγούμενα ευρήματα της βιβλιογραφίας (Benartzi et al. 1997· Benito and Young 2003· Krieger et al. 2020· Anderson et al. 2020· Kraiger and Anderson 2020), το μέγεθος, η χρηματοοικονομική επιχειρηματολόγηση ή η κατοχή μετρητών δεν είναι σημαντικοί παράγοντες για τις αποφάσεις μείωσης ή παράλειψης μερισμάτων στο δείγμα μας. Παρέχουμε ισχυρά ευρήματα για αρνητικές ανωμαλίες αποδόσεων γύρω από τις ανακοινώσεις ακύρωσης, ακολουθούμενες από συνεχόμενες θετικές αναστροφές τιμών στη μετα περίοδο. Αυτό το μοναδικό πρότυπο δεν παρατηρείται για τις ανακοινώσεις παράλειψης ή μείωσης. Επιπλέον, παρατηρήθηκαν μικρές, αλλά στατιστικά σημαντικές θετικές ανωμαλίες αποδόσεων πριν από τις ανακοινώσεις παράλειψης και μείωσης που αντίκεινται στα ευρήματα προηγούμενων μελετών. Συμπεραίνουμε ότι οι επενδυτές δεν αντέδρασαν τόσο έντονα στις ανακοινώσεις παράλειψης ή μείωσης όσο έκαναν στις ανακοινώσεις ακύρωσης. Αυτά τα αποτελέσματα υποδηλώνουν επίσης ότι οι επενδυτές ενδεχομένως να προέβλεψαν τις αποφάσεις ακύρωσης αλλά όχι την παράλειψη ή άλλες τυπικές αποφάσεις για

μερίσματα που εκδόθηκαν από τις εταιρείες του NZX κατά τη διάρκεια του έτους 2020.

Αυτή η μελέτη συμπληρώνει τις υπάρχουσες μελέτες σε δύο πεδία. Πρώτον, το δείγμα περιλαμβάνει τις ανακοινώσεις ακύρωσης που δεν έχουν μελετηθεί προηγουμένως στην υπάρχουσα βιβλιογραφία. Παρουσιάζονται ευρήματα που δείχνουν ότι οι αποφάσεις ακύρωσης και παράλειψης είναι διαφορετικές τόσο στα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων όσο και στις συνδεδεμένες αποδόσεις των μετοχών. Σημαντικότερο, οι αποφάσεις ακύρωσης αυξάνουν σημαντικά τον κίνδυνο απόδοσης των μετοχών, ενώ οι αποφάσεις παράλειψης δεν το κάνουν. Δεύτερον, δείχνουμε ότι τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης και οι αντιδράσεις της αγοράς που συνδέονται με τις διάφορες κατηγορίες αποφάσεων για τα μερίσματα των εταιρειών του NZX κατά τη διάρκεια του COVID-19 είναι διαφορετικά από τα ευρήματα που παρουσιάστηκαν σε προηγούμενες μελέτες για άλλες αγορές (Ghosh and Woolridge 1988; Lie 2005; Al-Yahyaee et al. 2011; Krieger et al. 2020). Αυτά τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι η COVID-19 προκάλεσε ένα τεράστιο σοκ στο επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό περιβάλλον, ώστε οι συμβατικές σοφίες για τις αποφάσεις μερισμάτων των επιχειρήσεων μπορεί να έχουν αποτύχει κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Επομένως, είναι επίκαιρο και σημαντικό να επανεξεταστούν οι μελέτες ανακοίνωσης μερισμάτων για να αποκτηθούν επιπλέον εισαγωγικά όταν νέα δεδομένα για την περίοδο της πανδημίας γίνουν διαθέσιμα.

Υπάρχουν αρκετοί περιορισμοί στη μελέτη μας. Πρώτον, υπάρχει πρόβλημα με το μικρό δείγμα με τις πιθανές επιπτώσεις μόλυνσης από άλλες συνυφασμένες αλλά ασήμαντες ανακοινώσεις. Αυτό το πρόβλημα μπορεί να συμβάλει στα ευρήματα μας για αρκετά αδύναμες επιχειρηματικές επιρροές στις αποφάσεις ακύρωσης. Δεύτερον, η ανάλυσή μας του κινδύνου της απόδοσης των μετοχών ακολουθεί το έθιμο των μελετών συμβάντων, που επικεντρώνονται στις ρυθμισμένες συγκριτικές αποδόσεις των μετοχών. Ωστόσο, υπάρχουν μέτρα κινδύνου όπως η διακύμανση (Floros et al. 2020; Tsagkanos et al. 2021), η διακύμανση από κάτω προς τα πάνω και το αρνητικό συντελεστή κλίσης (Chen et al. 2001; Kim et al. 2011). Επιπλέον μελέτες που χρησιμοποιούν άλλα μέτρα κινδύνου θα εμπλούτιζαν την κατανόηση μας για τις επιπτώσεις των ανώμαλων ανακοινώσεων μερισμάτων στις αποδόσεις των μετοχών.

Παρόλα αυτά, η μελέτη των ανακοινώσεων ακύρωσης είναι η πρώτη στη βιβλιογραφία που παρέχει ενδιαφέροντα, αν και προκαταρκτικά, ευρήματα για αυτό

το ασυνήθιστο είδος απόφασης για μερίσματα και τις συνδεδεμένες αντιδράσεις των αποδόσεων των μετοχών κατά τη διάρκεια μιας δημόσιας υγειονομικής κρίσης. Η παρατήρηση ισχυρών αρνητικών ανωμαλιών απόδοσης, που ακολουθούνται από ισχυρές θετικές αναστροφές τιμών για το δείγμα ακύρωσης, υποδεικνύει σημαντικό κίνδυνο απόδοσης των μετοχών που σχετίζεται με τις ανακοινώσεις ακύρωσης. Αυτό έχει πρακτική σημασία, υποδεικνύοντας ότι οι επενδυτές δεν θα έπρεπε να πωλούν τα μετοχικά τους κεφάλαια μετά τις ανακοινώσεις αυτές. Αυτά τα εμπειρικά ευρήματα προειδοποιούν τους οικονομικούς διαχειριστές να εξετάζουν προσεκτικά τα κόστη και τα οφέλη της ακύρωσης των υποσχόμενων πληρωμών μερισμάτων. Είναι επίσης μια κλήση για τους κατασκευαστές πολιτικής να παρέχουν σαφείς κατευθυντήριες γραμμές για τον κανονισμό και τη διαδικασία των ανακοινώσεων ακύρωσης μερισμάτων για τη βελτίωση της προστασίας των επενδυτών. Συνολικά, αν και η Νέα Ζηλανδία είναι μια μικρή ανοικτή οικονομία, τα ευρήματά μας για τις εταιρείες του NZX μπορεί ακόμη να αποτελέσουν αποκάλυψη για άλλες αγορές που έχουν κλίμακα ή θεσμικά, ρυθμιστικά, πολιτιστικά και οικονομικά περιβάλλοντα παρόμοια με αυτά της Νέας Ζηλανδίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 Παρουσίαση αποτελεσμάτων

4.0 Τα αποτελέσματα της εμπειρική έρευνα των R.Louziri, K.Oubal για την Καζαμπλάνκα

Η συγκεκριμένη μελέτη ανέλυσε δεδομένα για 16 χρόνια (2003-2018), βασιζόμενη σε 70 εταιρίες με δραστηριότητα σε Τραπεζικό τομέα, ασφαλιστικά και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Τα δεδομένα συλλέχθηκαν από Bloomberg, ετήσιες εκθέσεις, οικονομικές καταστάσεις, επίσημες ιστοσελίδες των εταιρειών, ενημερωτικά ανακοινωθέντα και η επίσημη ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Καζαμπλάνκα: casablanca-bourse.com.

Table 1 – Μεταβλητές και η επιρροή τους σε σχέση με τις εξαρτημένες μεταβλητές.

Independent Variables	Dependent Variable: Dividend Yield		Dependent Variable: Payout Ratio	
	First Proxy of Leverage (a)	Second Proxy of Leverage (b)	First Proxy of Leverage (a)	Second Proxy of Leverage (b)
Firm age	Negative ***	Negative ***	Negative ***	Negative ***
Retained earnings	Positive *	Positive *	Positive	Positive
ROE	Positive **	Positive **	Negative	Negative
Leverage	Negative	Positive	Negative	Positive
P/B	Negative ***	Negative ***	Negative ***	Negative ***
P/E	Negative ***	Negative ***	Positive	Negative
Firm size	Negative ***	Negative ***	Negative ***	Negative ***
Dummy variable for financial firms	Omitted due to collinearity			
R ² (within)	16.78%	16.95%	13.89%	14.12%
Number of observations	859	859	854	854
Number of firms	70	70	70	70
Fisher test	Significant ***			

Source: Louziri, R.; Oubal, K. Determinants of Dividend Policy: The Case of the Casablanca Stock Exchange. *J. Risk Financial Manag.* 2022, 15, 548.

Πρώτον, διαπιστώσαμε ότι η ηλικία της επιχείρησης παρουσιάζει μια σημαντική αρνητική συσχέτιση με την εξαρτημένη μεταβλητή (Al-Sabah 2015). Η θεωρία σήμανσης προέβλεψε αυτήν τη συσχέτιση και υποστήριξε ότι οι παλαιότερες εταιρείες, που είναι πιο ώριμες, υποφέρουν λιγότερο από προβλήματα ασυμμετρίας πληροφοριών (Fama και French 2001) λόγω του ενδιαφέροντος που τους παρέχεται στο χρηματιστήριο, τον υψηλό αριθμό αναλυτών που τους παρακολουθούν, των αποτελεσματικότερων μέσων επικοινωνίας που διαθέτουν και του μεγάλου αριθμού επενδυτών που ενδέχεται να ενδιαφέρονται για την αγορά των μετοχών τους. Έτσι, αυτές οι εταιρείες δεν χρειάζεται να χρησιμοποιούν τα μερίσματα ως ένα σήμα που θα σταλεί στη χρηματοοικονομική αγορά. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι στο χρηματιστήριο Κασαμπλάνκα, η μέση ηλικία των επιχειρήσεων ήταν 50 ετών και η διάμεσος ήταν 46 ετών. Επιπλέον, από τις 859 αναλύσεις, μόνο εννέα αναλύσεις έδειξαν ηλικία κάτω των 10 ετών. Αυτή η κατάσταση υποδεικνύει ότι η πλειονότητα των εταιρειών μπορεί να έχει ήδη φτάσει σε ένα προηγμένο στάδιο ωριμότητας.

Η σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των κρατούμενων κερδών και του αποδόμενου αποδείχθηκε με τη θεωρία του κύκλου ζωής, η οποία προβλέπει ότι οι ώριμες εταιρείες, που έχουν συσσωρευμένα σημαντικά κρατούμενα κέρδη, έχουν χαμηλές ευκαιρίες ανάπτυξης και καταβάλλουν περισσότερα μερίσματα (DeAngelo et al. 2006; Denis και Osobov 2008; Al-Sawalqa 2021).

Η τρίτη σημαντική μεταβλητή είναι η κερδοφορία, η οποία παρουσιάζει σημαντική θετική συσχέτιση με τις πληρωμές μερισμάτων. Αυτό το αποτέλεσμα έχει επιβεβαιωθεί από αρκετές προηγούμενες μελέτες, όπως αυτές των Aivazian et al. (2003), Eluyela et al. (2019), Grace et al. (2019) και Danila et al. (2020). Αυτή η συσχέτιση προβλεπόταν από τη θεωρία πρακτορείου και τη θεωρία του κύκλου ζωής. Σε αυτό το πλαίσιο, η θεωρία πρακτορείου (Jensen και Meckling 1976; Jensen 1986) υποστηρίζει ότι οι περισσότερο κερδοφόρες εταιρείες, που δημιουργούν περισσότερο εσωτερικό ρευστό, θα έπρεπε να καταβάλλουν περισσότερα μερίσματα για να μειώσουν τα κόστη πρακτορείου. Επιπλέον, η θεωρία του κύκλου ζωής (Gullon et al. 2003; DeAngelo et al. 2006) προβλέπει ότι οι περισσότερο κερδοφόρες εταιρείες είναι πιο ώριμες, έχουν λιγότερες ευκαιρίες ανάπτυξης και καταβάλλουν περισσότερα μερίσματα.

Η μεταβλητή ευκαιρίες ανάπτυξης παρουσίασε επίσης σημαντική αρνητική συσχέτιση με τα μερίσματα, το οποίο υποστηρίζεται από διάφορους προηγούμενους ερευνητές, συμπεριλαμβανομένων των Fama και French (2001), Kania και Bacon (2005), Amidu και Abor (2006) και Danila et al. (2020). Αυτό το αποτέλεσμα προβλεπόταν από τέσσερις θεωρίες. Πρώτον, η θεωρία του κόστους πρακτορείου (Jensen και Meckling 1976; Jensen 1986) υποθέτει ότι οι ώριμες εταιρείες, που έχουν μεγαλύτερους περιορισμούς κόστους πρακτορείου λόγω των μεγάλων και πολύπλοκων δομών τους, καταβάλλουν υψηλότερα μερίσματα για να μειώσουν το εσωτερικό ρευστό. Η θεωρία της οικονομικής ευελιξίας υποδεικνύει επίσης ότι οι εταιρείες με υψηλότερες ευκαιρίες ανάπτυξης θα προτιμούσαν να χρησιμοποιούν το εσωτερικό ρευστό για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξή τους και να μειώσουν τις πληρωμές μερισμάτων (Holder et al. 1998). Όσον αφορά τη θεωρία του κύκλου ζωής, προβλέπει ότι οι ώριμες εταιρείες έχουν χαμηλά επίπεδα ευκαιριών ανάπτυξης και μπορούν να καταβάλλουν περισσότερα μερίσματα (Gullon et al. 2003; DeAngelo et al. 2006).

Η πέμπτη σημαντική μεταβλητή είναι η τιμή στα κέρδη, που δείχνει ότι οι εταιρείες με υψηλότερη τιμή στα κέρδη καταβάλλουν χαμηλά ποσά μερισμάτων. Πρέπει να καθοριστεί ότι η διακύμανση της τιμής στα κέρδη παρέχει πληροφορίες σχετικά με τον κίνδυνο και ότι μια υψηλότερη τιμή στα κέρδη θα υποδεικνύει ότι η εταιρεία είναι λιγότερο κινδυνώδης. Επομένως, οι εταιρείες με υψηλότερη τιμή στα κέρδη θα καταβάλλουν λιγότερα μερίσματα, δεδομένου ότι θα πρέπει να καταβάλλουν υψηλότερο κόστος για εξωτερική χρηματοδότηση. Ωστόσο, η στατιστική συσχέτιση

που βρέθηκε ήταν σημαντικά αρνητική. Μια από τις δυνητικές ερμηνείες μπορεί να συγκλίνει με το αποτέλεσμα που προέκυψε από τη σχέση με τις ευκαιρίες ανάπτυξης. Οι εταιρείες με υψηλότερη τιμή στα κέρδη μπορεί να είναι μη κερδοφόρες ή να παρουσιάζουν υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης και, συνεπώς, θα καταβάλλουν χαμηλά ποσά μερισμάτων. Για παράδειγμα, εάν μια εταιρεία εμφανίζει πολύ περιορισμένο ετήσιο κέρδος, η τιμή στα κέρδη της μπορεί εύκολα να υπερεκτιμηθεί ή να υπερτιμηθεί και να φτάσει σε πολύ υψηλές τιμές. Πράγματι, ο μέσος ρυθμός διακύμανσης στην τιμή στα κέρδη για ορισμένες εταιρείες στο δείγμα μας έφτασε το 26, πράγμα που σημαίνει ότι ο επενδυτής θα χρειαζόταν 26 χρόνια κερδών για να ανακτήσει μια αρχική επένδυση.

Το μέγεθος παρουσίασε σημαντικά αρνητικό αποτέλεσμα, όπως είχε παρουσιαστεί σε ορισμένες προηγούμενες μελέτες, όπως αυτές των Javid και Ahmed (2009), Al-Shubiri et al. (2012) και Nazir et al. (2012). Η θεωρία που υποστηρίζει αυτό το αποτέλεσμα είναι η θεωρία της σήμανσης (Bhattacharya 1979; John και Williams 1985), που υποδεικνύει ότι οι μεγαλύτερες εταιρείες είναι γενικά ώριμες και υποφέρουν λιγότερο από προβλήματα ασυμμετρίας πληροφοριών. Αυτές οι εταιρείες έχουν, συνεπώς, λιγότερη ανάγκη να στείλουν ένα σήμα στην αγορά μέσω πληρωμών μερισμάτων.

Η χρηματοοικονομική διακανονικότητα δεν έδειξε σημαντικά αποτελέσματα και η δείκτης μεταβλητή που χρησιμοποιήθηκε για τις χρηματοπιστωτικές εταιρείες παραλείφθηκε από το μοντέλο, λόγω προβλημάτων κολινεαριότητας. Αυτό σημαίνει ότι οι άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές περιλάμβαναν ήδη την επίδραση αυτής της μεταβλητής στην πολιτική των μερισμάτων.

Σε αντίθεση με τις δύο προηγούμενες μελέτες που διεξήχθησαν στο χρηματιστήριο του Μαρόκου, αυτή του Agueaou et al. (2013) χρησιμοποίησε το μέγεθος, τη χρηματοοικονομική διακανονικότητα και τα κέρδη ανά μετοχή ως μεταβλητές ελέγχου και η μελέτη του περιορίστηκε σε ένα περίοδο 7 ετών (441 παρατηρήσεις). Βρήκαν ένα συντελεστή συσχέτισης (within) περιορισμένο στο 7,63% (σε σύγκριση με το 17% στο μοντέλο τους) και καμία από τις μεταβλητές ελέγχου δεν ήταν σημαντική. Επιπλέον, η έρευνα του Mossadak et al. (2016) περιορίστηκε σε ένα περίοδο 3 ετών (143 παρατηρήσεις) και τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι η διακανονικότητα έχει σημαντική αρνητική συσχέτιση με τις πληρωμές μερισμάτων και οι δύο άλλες μεταβλητές χαρακτηριστικών της επιχείρησης (χρηματοοικονομική διακανονικότητα και μέγεθος) δεν έχουν σημαντική σχέση με την πολιτική των

μερισμάτων. Ωστόσο, η μελέτη τους χρησιμοποίησε το μοντέλο των απλών ελαχίστων τετραγώνων (OLS), το οποίο δεν είναι τόσο κατάλληλο για πάνελ δεδομένα. Επιπλέον, οι δύο μελέτες χρησιμοποίησαν μόνο ένα προξενικό για τη διανομή μερισμάτων. Πράγματι, η έρευνά μελέτησε τον αντίκτυπο των χαρακτηριστικών της επιχείρησης στην πολιτική των μερισμάτων χρησιμοποιώντας έναν μεγαλύτερο χρονικό διάστημα (16 χρόνια), ένα μεγαλύτερο αριθμό παρατηρήσεων, ένα μοντέλο με σταθερές επιπτώσεις βασισμένο στο τεστ Hausman. Επομένως, τα αποτελέσματα μας θα μπορούσαν να είναι στατιστικά πιο αξιόπιστα και να παρέχουν μια καλύτερη κατανόηση της πολιτικής των μερισμάτων στο χρηματιστήριο της Κασαμπλάνκα.

Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι αυτά τα αποτελέσματα είναι πολύ συγκεκριμένα για την αγορά του Μαρόκου. Πράγματι, οι μελέτες που δείχνουν αρνητική συσχέτιση μεταξύ των μερισμάτων και της ηλικίας της επιχείρησης είναι σπάνιες. Πράγματι, βρήκαμε μόνο μια μελέτη που αποκάλυψε αυτού του είδους τη συσχέτιση. Ωστόσο, αυτό το αποτέλεσμα θα μπορούσε να επικυρωθεί με τη χρήση του μεγέθους της επιχείρησης (που δίνει επίσης πληροφορίες για το ώριμο της επιχείρησης), το οποίο έδειξε επίσης αρνητική σχέση με τη διανομή των μερισμάτων.

Από την άλλη πλευρά, η χρήση δοκιμών που πραγματοποιήθηκαν σε ένα μεγάλο χρονικό διάστημα στο δείγμα μας έχει το πλεονέκτημα του περιορισμού του πιθανού αντίκτυπου των οικονομικών κύκλων στην πολιτική των μερισμάτων στο χρηματιστήριο της Κασαμπλάνκα. Πράγματι, το Μαρόκο βίωσε γνωστούς κύκλους επέκτασης και ύφεσης στην περίοδο 2003–2018. Από το 2003 έως το 2008, το Μαρόκο βίωσε μια περίοδο επέκτασης πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση, και 4 έως 5 χρόνια μετά την επίδραση αυτής της κρίσης, η οικονομία άρχισε να ανακάμπτει αργά έως το 2018. Επομένως, αυτή η μεγάλη περίοδος μας επέτρεψε να μειώσουμε τον αντίκτυπο αυτών των κύκλων στην πολιτική των μερισμάτων στη χρηματιστηριακή αγορά.

Ο συντελεστής καθορισμού R^2 ήταν ίσος με 16,78%. Αυτό το αποτέλεσμα σημαίνει ότι σχεδόν το 17% των πληρωμών μερισμάτων εξηγούνται από το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε σε αυτό το άρθρο.

Αυτή η έρευνα έχει ορισμένα σημαντικά πλεονεκτήματα και περιορισμούς. Όσον αφορά τα πλεονεκτήματα, πρέπει να τονίσουμε τη χρήση δεδομένων πάνελ, που επέτρεψε την εξέταση της πολιτικής των μερισμάτων σε μια περίοδο 16 ετών,

λαμβάνοντας υπόψη τη μεταβολή των οικονομικών συνθηκών στη χρηματιστηριακή αγορά του Μαρόκου.

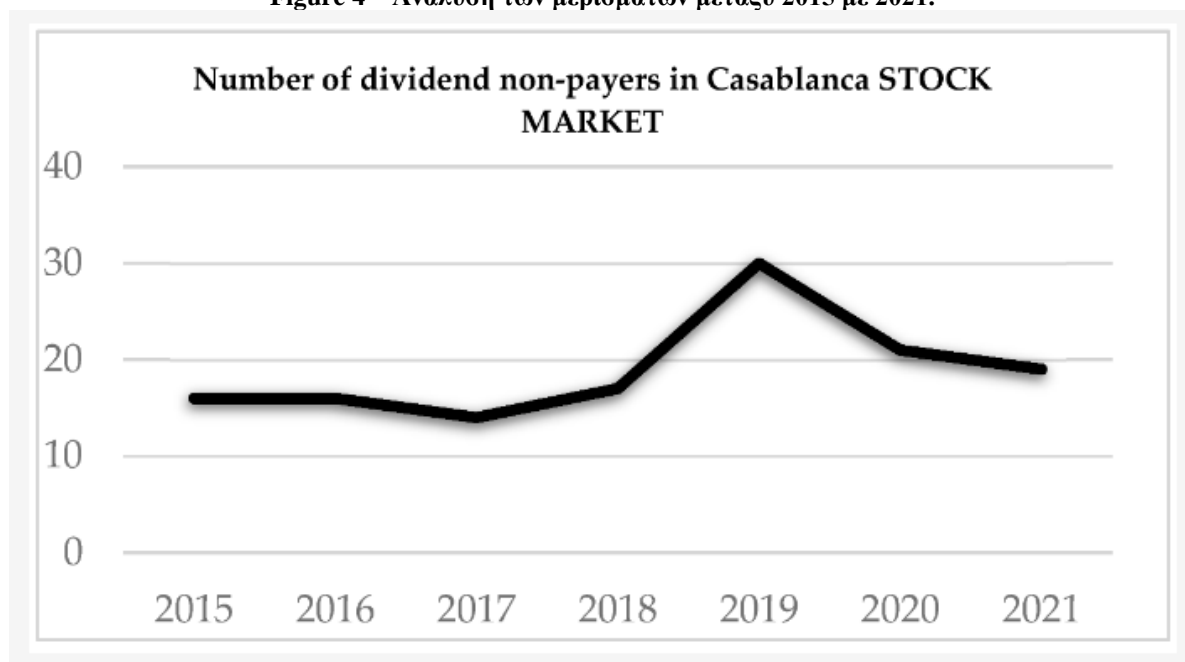
4.1 Τα αποτελέσματα της εμπειρική έρευνα των Z.Boumilik, B.Ouljadj, O.Colot για το Μαρόκο.

Η συγκεκριμένη μελέτη ανέλυσε δεδομένα για 7 χρόνια (2015-2021), βασιζόμενη σε 50 εταιρίες με δραστηριότητα σε μεταφορές, ξενοδοχειακές μονάδες, μεσιτικές εταιρίες, κατασκευάστρες, τηλεπικοινωνίες και ορυχεία και λατομεία. Στην έρευνα χρησιμοποίησαν δευτερεύουσες πληροφορίες που συγκεντρώθηκαν από τη λύση βάσης δεδομένων Orbis της εταιρείας Bureau Van Dijk, η οποία αποτελεί μια πολύ αξιόπιστη πηγή πληροφοριών για 400 εκατομμύρια εταιρίες παγκοσμίως, παρέχοντας εκτενείς χρηματοοικονομικές πληροφορίες για 41 εκατομμύρια από αυτές.

Τα ευρήματα δείχνουν ότι η κρίση που σχετίζεται με την πανδημία COVID-19, η οποία μετρήθηκε από μια δυαδική μεταβλητή, είχε σημαντική αρνητική επίδραση στη μετοχή των εταιρειών, καθώς αποδείχθηκε ότι συσχετίζεται αρνητικά με τα μετοχικά δικαιώματα ανά μετοχή και το συνολικό ετήσιο ποσό των μερισμάτων. Επομένως, η βασική μας υπόθεση είναι αποδεκτή και υποστηρίζεται από τα μοντέλα παλινδρόμησής μας. Πράγματι, οι περιγραφικές στατιστικές που παρουσιάζονται στο Σχήμα 1 καθιστούν πλέον εμφανές ότι ο αριθμός των επιχειρήσεων που δεν κατέβαλαν μερίσματα έφτασε στο υψηλότερο σημείο του (30 εταιρείες) τα τελευταία επτά χρόνια το 2019. Έτσι, η συντριπτική πλειονότητα των εταιρειών που είχαν καταχωρηθεί στο Χρηματιστήριο Καζαμπλάνκα μείωσαν τα μερίσματά τους. Αυτός ο αριθμός μειώθηκε το 2020 και περαιτέρω μειώθηκε το 2021. Το υψηλό επίπεδο αβεβαιότητας που επικρατούσε κατά την έναρξη της κρίσης δικαιολογεί την αντίδραση αυτών των εταιρειών. Δεδομένης της απρόβλεπτης φύσης της κατάστασης, ήταν κατανοητό ότι οι εταιρείες υιοθέτησαν μια προσεκτική προσέγγιση με τη μείωση των πληρωμών μερισμάτων. Ωστόσο, καθώς οι τελευταίοι μήνες του 2020 εκτυλίσσονταν και η Μαροκινή κυβέρνηση αργά και σταδιακά χαλάρωνε τα υγειονομικά μέτρα που εφάρμοζε για τον περιορισμό των υγειονομικών κινδύνων, παρατηρήθηκε μια μείωση της αβεβαιότητας. Ως εκ τούτου, παρατηρήσαμε μια θετική μεταβολή στη συμπεριφορά των εταιρειών που είχαν καταχωρηθεί στο χρηματιστήριο της Καζαμπλάνκα, καθώς επανέλαβαν την

καταβολή μερισμάτων. Αυτή η εξέλιξη μπορεί να αποδοθεί στη βελτίωση της σαφήνειας σχετικά με το επιχειρηματικό περιβάλλον, το οποίο επέτρεψε σε αυτές τις εταιρείες να ανακτήσουν την εμπιστοσύνη στην οικονομική τους σταθερότητα και να προβούν σε στρατηγικές αποφάσεις για τη διανομή κερδών στους μετόχους τους.

Figure 4 – Ανάλυση των μερισμάτων μεταξύ 2015 με 2021.



Source: Boumlik, Z.; Oulhadj, B.; Colot, O. The Effect of the COVID-19 Pandemic on Corporate Dividend Policy of Moroccan Listed Firms. *J. Risk Financial Manag.* 2023, 16, 350. 418)

Σε αντίθεση με τα ευρήματα του Al-Malkawi (2014), που αποκαλύπτουν ότι μια χρηματοοικονομική κρίση δεν έχει σημαντική επίδραση στην εταιρική πολιτική χρηματοδότησης, τα αποτελέσματά μας δείχνουν ότι η χρηματοοικονομική και οικονομική κρίση που σχετίζεται με την πανδημία COVID-19 είχε σημαντική επίδραση στις πληρωμές μερισμάτων των εταιρειών που είναι καταχωρημένες στο Χρηματιστήριο της Κασαμπλάνκα. Επιπλέον, τα αποτελέσματά μας αντικρούουν αυτά του Tinungki (2022), οι οποίοι δήλωσαν ότι η κρίση της COVID-19 οδήγησε σε αύξηση των πληρωμών μερισμάτων στο πλαίσιο της Ινδονησίας.

Τα αποτελέσματά μας υποστηρίζουν αυτά των Cejnek (2021), οι οποίοι ανέφεραν ότι η κρίση της COVID-19 οδήγησε σε υπερβολική μείωση των μερισμάτων και ότι οι επιπτώσεις της κρίσης στις πληρωμές μερισμάτων ήταν πιο σοβαρές για εταιρείες με υψηλά χρέη. Επίσης, η μελέτη του Krieger (2021) παρέχει παρόμοια

αποτελέσματα, επιδεικνύοντας ότι η αναλογία των εταιρειών που μείωσαν ή μείωσαν τα μερίσματα κατά το πρώτο και το δεύτερο τρίμηνο του 2020 ήταν τρεις έως πέντε φορές υψηλότερη από οποιοδήποτε προηγούμενο τρίμηνο από το 2015. Τα αποτελέσματά μας υποστηρίζονται επίσης από αυτά που βρήκε ο H. Ali (2022), τα οποία υποδηλώνουν ότι η κρίση της COVID-19 οδήγησε σε σημαντική αύξηση των ποσοστών μειώσεων και παραλείψεων μερισμάτων, ακόμη κι αν η πλειονότητα των καταχωρημένων εταιρειών στις χώρες της ομάδας G-12 διατήρησε τις πληρωμές των μερισμάτων τους ή αυξήθηκαν. Συνολικά, οι υποθέσεις της θεωρίας σήμανσης δεν υποστηρίζονται από τα ευρήματα της μελέτης μας. Σαν συμπέρασμα μπορούμε να πούμε ότι, υπό συνθήκες δυσχερειών και κρίσης, οι εταιρείες θα προτιμούσαν να διατηρήσουν τα κέρδη τους για να αντιμετωπίσουν πιθανά προβλήματα χρηματοδότησης, ακόμη κι αν αυτό θα θεωρείτο ως αρνητικό σήμα. Τα αποτελέσματα της μελέτης μας δείχνουν ότι κατά τις περιόδους δυσχερειών και κρίσης, οι καταχωρημένες εταιρείες του Μαρόκο έδειξαν προτίμηση για την υιοθέτηση συμπεριφοράς που αποφεύγει τον κίνδυνο. Αντί να διανέμουν μερίσματα και να υπογραμμίζουν ένα θετικό σήμα για τη χρηματοοικονομική τους ευημερία, αυτές οι εταιρείες τείνουν να προτιμούν προσεκτικά μέτρα. Επέλεξαν να διατηρήσουν τα κέρδη τους, οικοδομώντας τις αποθεματικές τους, προκειμένου να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά μελλοντικές χρηματοδοτικές ανάγκες. Με την υιοθέτηση αυτής της στρατηγικής, αυτές οι εταιρείες προστατεύουν προληπτικά τη χρηματοοικονομική τους σταθερότητα και διασφαλίζουν ότι είναι επαρκώς εξοπλισμένες για να αντιμετωπίσουν οποιοσδήποτε πιθανές προκλήσεις που θα μπορούσαν να προκύψουν. Αυτή η συντηρητική στρατηγική υπογραμμίζει τη δέσμευσή τους στη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα και την ικανότητά τους να προχωρούν με αυτοπεποίθηση μέσα από ανακατατάχτηκες περιόδους.

Παγκοσμίως, οι εταιρείες μειώνουν ή μειώνουν τα μερίσματά τους κατά τη διάρκεια πολύπλοκων καταστάσεων, κάτι που έχει αποδειχθεί από αρκετές μελέτες (Cejnek 2021; Krieger 2021). Προτείνουμε, συνεπώς, να αμφισβητηθούν οι υποθέσεις σήμανσης όταν πρόκειται να εξηγηθούν οι αποφάσεις για τα μερίσματα κατά τις περιόδους κρίσης.

Επιπλέον, διαπιστώσαμε ότι ο χρηματοοικονομικός δανεισμός των εταιρειών έχει σημαντική αρνητική σχέση τόσο με το μερίδιο ανά μετοχή όσο και με το συνολικό ποσό των μερισμάτων. Αυτό είναι σύμφωνο με τον Jabbouri (2016), την Kaźmierska-Jóźwiak (2015), το Mossadak (2016) και με τη θεωρία πρακτορείας της

πολιτικής μερισμάτων. Η ηλικία των εταιρειών δεν εμφανίζει σημαντικότητα στην αρνητική της σχέση με τις πολιτικές μερισμάτων. Πολλές προηγούμενες έρευνες απέδειξαν σημαντική συσχέτιση μεταξύ της ηλικίας των εταιρειών και των πληρωμών μερισμάτων (Louziri και Oubal 2022; Ranajee 2018; Tinungki 2022). Αυτή η συσχέτιση τείνει να είναι αρνητική σύμφωνα με τη θεωρία σήμανσης, καθώς οι παλαιότερες εταιρείες υποφέρουν λιγότερο από την ασυμμετρία πληροφοριών και δεν έχουν πλέον την ανάγκη να στέλνουν σήματα στην αγορά μέσω της πολιτικής μερισμάτων. Συνεπώς, αυτές οι εταιρείες θα λαμβάνουν αποφάσεις σχετικά με τις πολιτικές μερισμάτων τους εξαρτώμενες από άλλους σχετικούς παράγοντες. Τα αποτελέσματά μας δείχνουν ότι η ρευστότητα δεν έχει σημαντική επίδραση στο μερίδιο ανά μετοχή των εταιρειών. Ωστόσο, αναφέρθηκε ότι συσχετίζεται αρνητικά και σημαντικά με το συνολικό ποσό των μερισμάτων, το οποίο αντίκειται στα ευρήματα του Jabbouri (2016).

Τα αποτελέσματα της ανάλυσής αποκάλυψαν ενδιαφέροντα ευρήματα σχετικά με την επίδραση του μεγέθους της εταιρείας στις μεταβλητές που σχετίζονται με τα μερίσματα. Καταρχάς, όταν εξετάζεται η σχέση μεταξύ του μεγέθους της εταιρείας και του μεριδίου ανά μετοχή, παρατηρούμε μια σημαντική αρνητική επίδραση. Αυτό υποδηλώνει ότι μεγαλύτερες εταιρείες τείνουν να έχουν χαμηλότερο μερίδιο ανά μετοχή σε σύγκριση με μικρότερες εταιρείες. Από την άλλη πλευρά, όταν εξετάζεται ο αντίκτυπος του μεγέθους της εταιρείας στο συνολικό ποσό των ετησίων μερισμάτων, εντοπίζουμε μια σημαντική θετική επίδραση. Αυτό υποδηλώνει ότι οι μεγαλύτερες εταιρείες διανέμουν γενικά υψηλότερο συνολικό ποσό μερισμάτων σε σύγκριση με τις μικρότερες αντίστοιχες. Αυτά τα ευρήματα μπορούν να εξηγηθούν από το γεγονός ότι οι μεγάλες εταιρείες συχνά έχουν πολύ μεγάλο αριθμό εκκρεμών μετοχών σε σύγκριση με τις μικρές εταιρείες. Επομένως, οι μεγάλες εταιρείες τείνουν να έχουν χαμηλότερο λόγο μεριδίου ανά μετοχή, ακόμη και αν το συνολικό ετήσιο ποσό των μερισμάτων μπορεί να είναι σημαντικό. Αυτό το αποτέλεσμα υποδηλώνει ότι οι μεγάλες εταιρείες, παρά το χαμηλό μερίδιο ανά μετοχή, αντισταθμίζουν αυτό με το να διανέμουν μια μεγαλύτερη συνολική ποσότητα μερισμάτων, που μπορεί να επηρεαστεί από παράγοντες όπως η υψηλότερη κερδοφορία. Πράγματι, απορρίπτουμε την Υπόθεση 6 που υποθέτει ότι το μέγεθος της εταιρείας συσχετίζεται θετικά με τις πολιτικές μερισμάτων των εταιρειών του Μαρόκου, επειδή η κύρια εξαρτώμενη μεταβλητή μας ήταν το μερίδιο ανά μετοχή, με το οποίο το μέγεθος της εταιρείας αποδείχθηκε ότι συσχετίζεται

αρνητικά. Ωστόσο, αναφέρουμε ότι το μέγεθος της εταιρείας είναι ένας σημαντικός παράγοντας των εταιρικών πολιτικών μερισμάτων των καταχωρημένων εταιρειών του Μαρόκου. Ο παρακάτω Πίνακας (Table 2) περιλαμβάνει τα αποτελέσματα της έρευνάς.

Table 2 – Πίνακας αποτελεσμάτων για την κατανομή μερισμάτων βάση μεταβλητών.

Hypothesis	Expected Sign	Decision
H1: COVID-19 crisis→dividend policy	(-)	Supported
H2: Return on equity→dividend policy	(+)	Supported
H3: Growth opportunity→dividend policy	(-)	Rejected
H4: Liquidity→dividend policy	(+)	Rejected
H5: Leverage→dividend policy	(-)	Supported
H6: Size→dividend policy	(+)	Rejected
H7: Age→dividend policy	(+)	Rejected

Source: Boumlik, Z.; Oulhadj, B.; Colot, O. The Effect of the COVID-19 Pandemic on Corporate Dividend Policy of Moroccan Listed Firms. J. Risk Financial Manag. 2023, 16, 350.

Προηγούμενη εμπειρική έρευνα που διεξήχθη σχετικά με τις πολιτικές μερισμάτων των Μαροκινών εταιρειών που είναι καταχωρημένες στο Χρηματιστήριο του Καζαμπλάνκα είχε κυρίως χρησιμοποιήσει τα ποσοστά πληρωμής μερισμάτων ή τα ποσοστά απόδοσης μερισμάτων για την πολιτική των μερισμάτων (Aguenaou et al. 2014; Louziri και Oubal 2022; Mossadak et al. 2016). Ωστόσο, το ποσοστό πληρωμής ήταν επιρρεπές σε βαθιές αλλαγές στη μέση των οικονομικών ύφεσης λόγω της σημαντικής πτώσης των κερδών των εταιρειών. Έτσι, υποθέσαμε ότι το ποσοστό πληρωμής μερισμάτων δεν θα ήταν μια σχετική παράμετρος για την πολιτική κατανομής των μερισμάτων. Σε αυτό το πλαίσιο, υιοθετήσαμε την παράμετρος του μερίσματος ανά μετοχή επειδή έχει τη σημασία της ως ένα σήμα που παρέχει στους επενδυτές μια σαφή εικόνα της αξίας του μερίσματος για κάθε κατοχυρωμένη μετοχή, που είναι πιο σημαντικό σαν σήμα σε σύγκριση με το ποσοστό πληρωμής. Επιπλέον, η παράμετρος του συνολικού ποσού μερισμάτων έχει το πλεονέκτημα να αντανακλά ξεκάθαρα και απευθείας τον αντίκτυπο της κρίσης της COVID-19.

Ο σκοπός της μελέτης μας ήταν να αντιμετωπίσει τα προβλήματα των προηγούμενων ερευνών, όπως η χρήση μιας μόνο παραμέτρου για την πολιτική των μερισμάτων (Aguenaou et al. 2014; Mossadak et al. 2016) και η ενσωμάτωση των χρηματοπιστωτικών εταιρειών στο δείγμα ανεξάρτητα από τα ιδιαίτερα των κερδών των τραπεζών και των λοιπών θεσμικών οργάνων (Louziri και Oubal 2022). Η έρευνά αυτή παρέχει αξιόπιστα αποτελέσματα και προσφέρει ένα πολύτιμο εργαλείο για την κατανόηση των επιπτώσεων της COVID-19 στις εταιρικές πολιτικές διανομής μερισμάτων των Μαροκινών εταιρειών που είναι καταχωρημένες.

4.2 Τα αποτελέσματα της εμπειρική έρευνα των M.Qiu και Z.Li για την Νέα Ζηλανδία.

Η συγκεκριμένη μελέτη ανέλυσε δεδομένα για 2 χρόνια (2019-2020), βασιζόμενη σε 50 εταιρίες με δραστηριότητα σε μεταφορές , ξενοδοχειακές μονάδες, τουριστικά γραφεία και κατασκευαστικές εταιρίες.

Όλα τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν σε αυτό το άρθρο είναι είτε δημόσια διαθέσιμα είτε αποκτήθηκαν μέσω συνδρομών στο Datastream και στη βάση δεδομένων εταιρειών του NZX.

Το άρθρο αυτό έλαβε σαν δεδομένο την παρακάτω λίστα ακυρώσεων μερισμάτων (Table3) :

Table 3 – Λίστα γεγονότων ακυρώσεων μερισμάτων.

Firm	Dividend Announcement	Cancellation Announcement
Auckland International Airport Limited	13 March 2020	17 March 2020
Seeka Limited	26 February 2020	19 March 2020
Vista Group International Limited	17 March 2020	19 March 2020
Air New Zealand Limited	16 March 2020	20 March 2020
Tourism Holdings Limited	28 February 2020	20 March 2020
Steel & Tube Holdings Limited	24 February 2020	20 March 2020
Briscoe Group Limited	16 March 2020	23 March 2020
The Colonial Motor Company Limited	19 February 2020	25 March 2020
Fletcher Building Limited	19 February 2020	25 March 2020
The Warehouse Group Limited	17 March 2020	26 March 2020

Source: (Qiu, M.; Li, X.-M. A Study of the Abnormal Dividend Decisions of New Zealand Firms during COVID-19. *J. Risk Financial Manag.* 2023, 16, 418)

Συνοπτικά, αναφέρουμε οικονομικά και στατιστικά σημαντικές αρνητικές ακανόνιστες αποδόσεις που συσχετίζονται με τις ανακοινώσεις ακύρωσης από πέντε ημέρες πριν μέχρι μία ημέρα μετά τις ανακοινώσεις, ακολουθούμενες από θετικές αναστροφές των τιμών στη μετα-ανακοίνωση περίοδο. Αυτά τα χαρακτηριστικά πρότυπα ακανόνιστων αποδόσεων δεν παρατηρήθηκαν για τις ανακοινώσεις παραλείψεων, υποδηλώνοντας ότι τα γεγονότα ακύρωσης είναι πράγματι διαφορετικά από τα γεγονότα παραλείψεων που έχουν εξεταστεί εκτενώς σε προηγούμενες μελέτες. Επιπλέον, εντοπίσαμε σημαντικές θετικές ακανόνιστες αποδόσεις που σχετίζονται με τις αυξήσεις και τις κανονικές ανακοινώσεις μερίσματος στη μετα-ανακοίνωση περίοδο για το κύριο δείγμα των παρατηρήσεων του 2020. Αντίθετα με τα ευρήματα προηγούμενων μελετών (Aharony και Swary 1980; Ghosh και Woolridge 1988; Al-Yahyaee et al. 2011; Dielman και Oppenheimer 1984), δεν παρατηρήθηκαν στατιστικά σημαντικές αρνητικές ακανόνιστες αποδόσεις για το δείγμα μείωσης μερίσματος. Συνολικά, τα εμπειρικά στοιχεία υποδεικνύουν ότι οι ανακοινώσεις ακύρωσης λαμβάνουν ισχυρότερες αρνητικές αντιδράσεις της αγοράς σε σύγκριση με τις ανακοινώσεις παραλείψεων και άλλων τύπων ανακοινώσεων μερίσματος που εκδόθηκαν από τις εταιρείες του NZX το 2020.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 Προτάσεις για μελλοντικές μελέτες.

Συνεπώς, προτείνουμε ότι μελλοντικές μελέτες θα πρέπει να ενισχύσουν την κατανόηση των εταιρικών πολιτικών διανομής μερίσματος κατά τη διάρκεια κρίσεων, επικεντρώνοντας σε μεταβλητές διακυβέρνησης εταιρειών και διενεργώντας έρευνα βασισμένη σε έρευνα για να καταγράψουν τα απαραίτητα πρωτογενή δεδομένα που σχετίζονται με την εταιρική διακυβέρνηση. Επιπλέον, προτείνουμε να χρησιμοποιηθούν άλλα προξενικά μετρητικά για την κρίση του COVID-19 στις μελλοντικές έρευνες. Στην πράξη, οι περισσότερες υπάρχουσες μελέτες χρησιμοποιούν τη μεταβλητή ψευδομεταβλητή (περίοδος COVID-19 = 1 πριν από περίοδο COVID-19 = 0) για να αντιμετωπίσουν την κρίση του COVID-19. Ωστόσο, μπορεί να είναι σχετικό να ενσωματωθούν και άλλες προξενικές μετρήσεις

Η επίδραση της πανδημίας στην μερισματική πολιτική

για την κρίση του COVID-19 προκειμένου να εξασφαλιστούν αξιόπιστα αποτελέσματα.

Ακόμα θα μπορούσε να ληφθεί υπόψη σε μελλοντικές έρευνες νέες μεταβλητές, όπως η δομή του Διοικητικού Συμβουλίου, η δομή της ιδιοκτησίας και τα χαρακτηριστικά του Διευθύνοντος Συμβούλου (CEO) , τα οποία θα μπορούσαν να παρουσιάσουν νέες εξηγήσεις για την πολιτική κατανομής μερίσματος

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 Βιβλιογραφία.

Ελληνική

Βασιλείου Δ, και Ηρειώτης Νικόλας, 2008, Χρηματοοικονομική διοίκηση: Θεωρία και πράξη, Εκδόσεις Rosili, Αθήνα.

Δασίλας Α., 2009, Ανάλυση της Μερισματικής Πολιτικής των Εταιριών του Χ.Α: Οι Περιπτώσεις της Αποκοπής και της Ανακοίνωσης Διανομής Μερίσματος, Διδακτορική Διατριβή στο τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.

Ξανθάκης Ε., Αλεξάκης Χ., 2006, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Σταμούλη Α.Ε., Αθήνα.

Ξένη

Aharony, Joseph, and Itzhak Swary. 1980. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. *The Journal of Finance* 35: 1–12.

Aguenou, Samir, Omar Farooq, and Hui Di. 2013. Dividend Policy and Ownership Structure: Evidence from the Casablanca Stock Exchange. *GSTF International Journal on Business Review (GBR)* 2: 116–21.

Ambarish, R., John, K., & Williams, J., 1987, Efficient signalling with dividends and investments. *Journal of Finance*, 42, 321–343.

Amihud, Yakov, and Maurizio Murgia. 1997. Dividends, taxes, and signaling: Evidence from Germany. *Journal of Finance* 52: 397–408.

Al-Shubiri, Faris Nasif, Al-Taleb Ghassan, and Al-Zoued Abd Al-Naser. 2012. The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: An Empirical Investigation. *Review of International Comparative Management* 13: 644–57.

Ali, Heba. 2022. Corporate dividend policy in the time of COVID-19: Evidence from the G-12 countries. *Finance Research Letters* 46: 102493.

Ali, Nasir, Muhammad Zia Ur Rehman, Badar Nadeem Ashraf, and Falik Shear. 2022. Corporate Dividend Policies during the COVID-19 Pandemic. *Economies* 10: 263.

Amidu, Mohammed, and Joshua Abor. 2006. Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance* 2: 136–45.

Ang, J. S., 1975, Dividend policy: informational content or partial adjustment. *Review of Economics and Statistics*, 57, 65–70.

Ang, J. S., & Peterson, D. R., 1985, Return, risk, and yield: evidence from ex ante data. *Journal of Finance*, 40, 537–548.

Ang, J. S., Blackwell, D. W., & Megginson, W. L., 1991, The effect of taxes on the relative valuation of dividends and capital gains: evidence from dual-class British investment trusts. *Journal of Finance*, 46, 383–399.

Aivazian, Varouj, Laurence Booth, and Sean Cleary. 2003. Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms? *Journal of Financial Research* 3:

371–87.

Almustafa, Hamza, Quang Khai Nguyen, Jia Liu, and Van Cuong Dang. 2023. The impact of COVID-19 on firm risk and performance in MENA countries: Does national governance quality matter? *PLoS ONE* 18: e0281148.

Al-Yahyaee, Khamis H., Toan M. Pham, and Terry S. Walter. 2011. The information content of cash dividend announcements in a unique environment. *Journal of Banking and Finance* 35: 606–12.

Bajaj, Mukesh, and Anand M. Vijh. 1990. Dividend clienteles and the information content of dividend changes. *Journal of Financial Economics* 26: 193–219.

Bajaj, Mukesh, and Anand M. Vijh. 1995. Trading behavior and the unbiasedness of the market reaction to dividend announcements. *Journal of Finance* 50: 255–79.

Baker, H. Kent, and Imad Jabbouri. 2016. How Moroccan managers view dividend policy. *Managerial Finance* 42: 270–88.

Baker H., Mukherjee T., Paskelian O. G., 2006, How Norwegian managers view dividend policy, *Global Finance Journal*, vol. 17, issue 1, pp 155 – 176.

Baker, H. Kent, and Imad Jabbouri. 2016. How Moroccan managers view dividend policy. *Managerial Finance* 42: 270–88.

Baker H., Powell G. E., 1999, How corporate managers view dividend policy, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38, pp. 17 – 35.

Baker H., Saadi S., Dutta S., 2005 How Canadian managers view dividend policy: new evidences, *Working Paper* 05 – 42, September.

Baker H., Veit E. T., and Powell G. E., 2001, Factors influencing dividend policy decisions in NASDAQ firms, *Financial Review*, 38, pp.19 – 39.

Baker K., Farelly G. and Edelman R., 1985, A survey of managers views on dividend policy, *Financial Management*, 14, pp. 78 – 84.

Baker, H. K., & Farrelly, G. E., 1988, Dividend achievers: a behavioral perspective. *Akron Business and Economic Review*, 19, 79–92.

Baker, H. K., Farrelly, G. E., & Edelman, R. B., 1985, Autumn, A survey of management views on dividend policy. *Financial Management*, 14, 78–84.

Bhattacharya, Sudipto. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics* 1: 259.

Bhattacharyya, Nalinaksha, Amin Mawani and Cameron Morrill, 2008, Dividend payout and executive compensation: theory and evidence, *Accounting & Finance*, vol. 48, issue 4, pp. 521-541.

Balachandran B., Nguyen A. T., 2004, Signalling power of special dividends in an imputation environment, *Accounting and Finance*, 44, pp. 277 – 297.

Beer M. Francisca, 1993 May, Dividend signalling equilibria: Quantitative evidence from the Brussels Stock Exchange, *The Financial Review*, 28, 2, pp. 139 – 157.

Bell, David E. 1985. Disappointment in decision making under uncertainty. *Operations*

Research 33: 1–27. [Google Scholar] [CrossRef]

Benartzi, Shlomo, Roni Michaely, and Richard Thaler. 1997. Do changes in dividends signal the future or the past? *Journal of Finance* 52: 1007–34. [Google Scholar] [CrossRef]

Benito, Andrew, and Garry Young. 2003. Hard times or great expectations? Dividend omissions and dividend cuts by UK firms. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 65: 531–55. [Google Scholar] [CrossRef]

Bernhart D., Douglas A., Robertson F., 2004, Testing the signalling models, *Journal of Empirical Finance*, Article in press.

Bekaert, Geert, and Campbell R. Harvey. 2002. Research in emerging markets finance: Looking to the future. *Emerging Markets Review* 3: 429–48. [Google Scholar] [CrossRef]

Brigham, E. F., & Gordon, M. J., 1968, Leverage, dividend policy, and the cost of capital. *Journal of Finance*, 23, 85–103.

BGP Ltd. 2020a. BGP—Final Dividend Cancellation. Available online: <https://www.nzx.com/announcements/350472> (accessed on 30 October 2022).

BGP Ltd. 2020b. BGP—Full Year Results to 26 January 2020. Available online: <https://www.nzx.com/announcements/350004> (accessed on 30 October 2022).

Cejnek, Georg, Otto Randl, and Josef Zechner. 2021. The COVID-19 pandemic and corporate dividend policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 56: 2389–410.

Christie, William G. 1994. Are dividend omissions truly the cruelest cut of all? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29: 459–80.

Darling, P. G., 1957, The influence of expectations and liquidity on dividend policy. *Journal of Political Economy*, 65, 209–224.

Darlington, Richard B., Sharon Weinberg, and Herbert Walberg (1973). Canonical variate analysis and related techniques. *Review of Educational Research*, 453-454.

Dasilas A., 2006, On interpreting market reaction to interim dividends during ex – dividend period: Greek evidence, *International Review of Applied Economic Research*, 1, 1, pp. 45 – 64.

Delikouras, Stefanos. 2017. Where the kink? Disappointment events in consumption growth and equilibrium asset prices. *Review of Financial Studies* 30: 2851–89.

Denis, David J., Diane K. Denis, and Sarin Atulya. 1994. The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment, and dividend clientele. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29: 567–87.

Frank, Murray, and Vidhan Goyal. 2003. Capital Structure Decisions. *SSRN Electronic Journal of Financial Economics* 67: 217–48.

Franklin, John, and Kala Muthusamy. 2010. Leverage, growth and profitability as determinants of dividend pay-out ratio: Evidence from Indian paper industry. *Asian Journal of Business Management Studies* 1: 26–30.

Fama, Eugene, and Kenneth French. 2001. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 1: 3–43.

Farago, Adam, and Roméo Tédongap. 2018. Downside risks and the cross-section of asset

returns. *Journal of Financial Economics* 129: 69–86.

Danila, Nevi Umara Noreen, Noor Azlinna Azizan, Muhammad Farid, and Zaheer Ahmed. 2020. Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policy in Emerging Market: Indonesia Case Study. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 10: 1–8.

Dewasiri, N. Jayantha, Weerakoon Banda Yatiwelle Koralalage, Athambawa Abdul Azeez, P. G. S. A. Jayarathne, Duminda Kurupparachchi, and V. A. Weerasinghe. 2019. Determinants of dividend policy: Evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance* 45: 413–29.

Denis, David, and Igor Osobov. 2008. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics* 1: 62–82.

Denis, David, and Igor Osobov. 2008. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics* 1: 62–82.

DeAngelo H., DeAngelo L., 2006, The irrelevance of MM dividend irrelevance theorem, *Journal of Financial Economics*, 79, 293 – 315.

DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner J. D., 1996, Reversal of fortune dividend signalling and the disappear of sustain earnings growth, *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 341 – 371.

DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner J. D., 2000, Special dividends and the evolution of dividend signalling, *Journal of Financial Economics*, 57, pp. 309 – 354.

DeAngelo, H., & DeAngelo, L., 1990, Dividend policy and financial distress: an empirical investigation of troubled NYSE firms. *Journal of Finance*, 55, 1415–1431.

DeAngelo, H., & Masulis, R. W., 1980, Leverage and dividend irrelevancy under corporate and personal taxation. *Journal of Finance*, 35, 453–464.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J., 1992, Dividends and losses. *Journal of Finance*, 57, 1837–1863.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J., 1996, Reversal of fortune: dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*, 40, 341–371.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J., 2000, Special dividends and the evolution of dividend signaling. *Journal of Financial Economics*, 57, 309–354.

Dyl, E. A., & Weigand, R. A., 1998, The informational content of dividend initiations: additional evidence. *Financial Management*, 27(3), 27–35.

Dyl, E. A., & Hoffmeister, R., 1986, A note on dividend policy and beta. *Journal of Business Finance and Accounting*, 13, 107–115.

Dyl, E. A., & Weigand, R. A., 1998, The informational content of dividend initiations: additional evidence. *Financial Management*, 27(2), 27–35.

Dielman, Terry E., and Henry R. Oppenheimer. 1984. An examination of investor behavior during periods of large dividend changes. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*

19: 197–216.

Easterbrook F., 1984, Two agency cost explanations of dividends, *American Economic Review*, 74, pp. 650 – 659.

Emery, D.R., and J.D. Finnerty, 1997, *Corporate Financial Management*, International edition, Prentice Hall Inc.

Eluyela, Damilola Felix, Olajide Dahunsi, Olawumi Ajoke Tolase, Wisdom Okere, Mautin Ogabi, and Abiola Kafidipe. 2019. Impact of gender dichotomy on dividend payout policy in listed Nigerian financial services firm. *Cogent Business & Management* 1: 1687270.

Fama, Eugene, and Kenneth French. 2001. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 1: 3–43.

Fuller, K., 2003, The impact of informed trading on dividend signaling: a theoretical and empirical examination, *Journal of Corporate Finance* 9, 385-407.

Givoly, D., Hayn, C., Ofer, A. R., & Sarig, O., 1992, Taxes and capital structure: evidence from firms' response to the Tax Reform Act of 1986. *Review of Financial Studies*, 5, 331–355.

Gordon M. J., 1963, Optimal investment and financial policy, *Journal of Finance*, pp. 264 – 272.

Gordon, R. H., & Bradford, D. F., 1980, Taxation and the stock market valuation of capital gains and dividends. *Journal of Public Economics*, 14, 109–136.

Gorsuch, Richard L., 1983, *Factor analysis*, Lawrence Erlbaum Associates Inc., U.S.

Ghosh, Chinmoy, and J. Randall Woolridge. 1988. An analysis of shareholder reaction to dividend cuts and omissions. *Journal of Financial Research* 11: 281–94.

Graham B., Dodd D., Cottle S., 1961, *Security analysis: principles and techniques*, McGraw – Hill, 4th edition.

Grace, Ogundajo, Enyi Enyi Patrick, and Rufus Akintoye Ishola. 2019. Accounting information and dividend payout prediction in Nigerian listed manufacturing firms. *Journal of Accounting and Taxation* 1: 9–16.

Grullon, Gustavo, Roni Michaely, Shlomo Benartzi, and Richard Thaler. 2003. Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability. *SSRN Electronic Journal* 78: 1659–82. [Google Scholar] [CrossRef] [Green Version]

Ikenberry D., Lakonoshok J., Vermaelen T., 1995, Market underreaction to open market repurchases, *Journal of Financial Economics* 39, pp. 181 – 208.

Javid, Attiya Yasmin, and Hafeez Ahmed. 2009. The Determinants of Dividend Policy in Pakistan. *International Research Journal of Finance Economics* 25: 148–71.

Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S., 2000, Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57, 355–384.

Jensen, Michael, and William Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 4: 305–60.

Jensen M., 1986, Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeover, *American Economic Review*, 76, pp. 323 – 329.

Jiraporn, Pornsit, Mondher Bouattour, Amal Hamrouni, and Ali Uyar. 2019. Does board gender diversity influence dividend policy? Evidence from France. *Economics Bulletin* 39: 2942–54.

John K., Williams J., 1985, Dividends, dilution and taxes: a signalling equilibrium, *Journal of Finance*, 40, pp. 1053 – 1070.

John, K., & Kalay, A., 1982, Costly contracting and optimal payout constraints. *Journal of Finance*, 37, 457–470.

John, K., & Williams, J., 1985, Dividends, dilution, and taxes: a signalling equilibrium. *Journal of Finance*, 40, 1053–1070.

Jensen, Michael. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76: 323–29.

Jensen, Michael, and William Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 4: 305–60.

Holder, Mark, Frederick Langrehr, and Lawrence Hexter. 1998. Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management* 3: 73.

Kania, Sharon, and Frank Bacon. 2005. What factors motivate the corporate dividend decision? *American Society of Business and Behavioral Sciences E-Journal* 1: 95–107.

Kaźmierska-Jóźwiak, Bogna. 2015. Determinants of dividend policy: Evidence from polish listed companies. *Procedia Economics and Finance* 23: 473–77. [Google Scholar] [CrossRef] [Green Version]

Kilincarslan, Erhan. 2021. Smoothed or not smoothed: The impact of the 2008 global financial crisis on dividend stability in the UK. *Finance Research Letters* 38: 101423. [Google Scholar] [CrossRef]

Krieger, Kevin, Nathan Mauck, and Stephen W. Pruitt. 2021. The impact of the COVID-19 pandemic on dividends. *Finance Research Letters* 42: 101910. [Google Scholar] [CrossRef] [PubMed]

Kraiger, Nicholas, and Warwick Anderson. 2020. Characteristics of New Zealand dividend omissions and resumptions. *Managerial Finance* 46: 40–55.

Krieger, Kevin, Nathan Mauck, and Stephen W. Pruitt. 2020. The impact of the COVID-19 pandemic on dividends. *Finance Research Letters* 42: 101910.

Kuzucu, Narman. 2015. Determinants of dividend policy: A panel data analysis for Turkish listed firms. *International Journal of Business and Management* 10: 149–60.

Lang L. H., Litzenberger R., 1989, Dividend announcements: Cash flow signalling Vs free cash flow hypothesis, *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 181 – 192.

Lang, L. H. P., & Litzenberger, R. H., 1989, Dividend announcements: cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? *Journal of Financial Economics*, 24, 181–191.

Lasfer M. A., 1996, Taxes and dividends: The UK evidence, *Journal of Banking &*

Finance, 20, pp. 455 – 472.

Laub, P. M., 1976, On the informational content of dividends. *Journal of Business*, 49, 73–80.

Lazaridis I., Katsika E., 2007, Comparative analysis of the dividend policy followed by Greek and Cypriot firms – Empirical survey, 14th Annual Conference of Multinational Financial Society, Thessalonica, Greece, 1 – 4 July.

Lease C. R., John K., Kalay A., Loewenstein U., Sarig H. O., 2000, *Dividend policy Its impact on firm value*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.

Lee, H.-W., & Robert-Grandoff, P. A., 1992, The role of growth opportunities in dividend initiations and omissions: dividend signaling hypothesis or free cash flow hypothesis. Unpublished working paper.

Li Kai and Xinlei Zhao, 2009, Asymmetric Information and Dividend Policy, *Financial Management*, 37,4, pp.673-694.

Lintner John, 1956, Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes, *American Economic Review*, 97 – 113.

Lintner John, 1962, Dividends, earning, leverage, stock price, and the supply of capital to corporations, *Review of Economics and Statistics*, 44, pp. 243 – 269.

Lintner John, 1965, The valuation of risky asset and the selection of investments in stock portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistics*, 47, pp. 13 – 37.

Lintner, J., 1956, Optimal dividends and corporate growth under uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 78, 49–95.

Lipson, M. L., Maquieira, C. P., & Megginson, W., 1998, Dividend initiations and earnings surprises. *Financial Management*, 27(3), 36–45.

Louziri, R.; Oubal, K. Determinants of Dividend Policy: The Case of the Casablanca Stock Exchange. *J. Risk Financial Manag.* 2022, 15, 548. <https://doi.org/10.3390/jrfm15120548>

Lie, Erik. 2005. Operating performance following dividend decreases and omissions. *Journal of Corporate Finance* 12: 27–53.

Michaely, R., 1991, Ex-dividend day stock price behavior: the case of the 1986 Tax Reform Act. *Journal of Finance*, 46, 845–859.

Michaely, R., Thaler, R., & Womack, K., 1995, Price reactions to dividend initiations and omissions: overreaction or drift? *Journal of Finance*, 50, 573–608.

Miller M. H., Modigliani F, 1961, Dividend policy, growth, and the valuation of shares, *Journal of Business*, 34, 411 – 433.

Miller M., Rock K., 1985, Dividend policy under asymmetric information, *Journal of Finance*, 40, pp. 1031 – 1051.

Mossadak, Aziz, Richard Fontaine, and Hanen Khemakhem. 2016. The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy in an Emerging Market: A Moroccan Study. *Universal Journal of Accounting and Finance* 2: 89–95.

- Moroccan Central Bank. 2021. Annual Report of Moroccan Central Bank. Rabat: Moroccan Central Bank.
- Moroccan Capital Market Authority. 2023. The Capital Market in Figures 2022. Rabat: Moroccan Capital Market Authority.
- Mehdi, Mili, Jean-Michel Sahut, and Frédéric Teulon. 2017. Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis? *Journal of Applied Accounting Research* 18: 274–97. [Google Scholar] [CrossRef] [Green Version]
- Nissim, Doron, and Amir Ziv. 2001. Dividend changes and future profitability. *Journal of Finance* 56: 2111–33.
- Jensen, Michael. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76: 323–29.
- Jensen, Michael, and William Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 4: 305–60.
- John K., and Nachman D., 1987, Multiperiod financing strategies and dividend management, New York University Working Paper.
- Jin, Yuying, Mingjin Luo, and Chao Wan. 2018. Financial constraints, macro-financing environment and post-crisis recovery of firms. *International Review of Economics & Finance* 55: 54–67.
- Partington, Graham. 1985. Dividend policy and its relationship to investment and financing policies: Empirical evidence. *Journal of Business Finance & Accounting* 4: 531–42.
- Pike R., and Neale B., 1993, *Corporate finance & investment: decisions and strategies*, Prentice Hall, 2 edition.
- Pettenuzzo, Davide, Riccardo Sabbatucci, and Allan Timmermann. 2023. Payout suspensions during the COVID-19 pandemic. *Economics Letters* 224: 111024.
- Skinner, D. L., & Gilster, J. E. Jr., 1990, Dividend clienteles, the tax–clienteles hypothesis, and utilities. *Financial Review*, 25, 287–296.
- Tinungki, Georgina Maria, Robiyanto Robiyanto, and Powell Gian Hartono. 2022. The effect of COVID-19 pandemic on corporate dividend policy in Indonesia: The static and dynamic panel data approaches. *Economies* 10: 11.
- Xu, Xixiong, Cuiliang Lin, and Youliang Yan. 2021. Covid-19 crisis and corporate cash dividend policies: Evidence from Chinese listed companies. *Applied Economics Letters* 28: 1–7.
- Zheng, Michael. 2021. Is cash the panacea of the COVID-19 pandemic: Evidence from corporate performance. *Finance Research Letters* 45: 102151.